

Universidade Técnica de Lisboa



Mestrado em Gestão \ MBA

**“Contributo Para Uma Teoria dos Fluxos
Intangíveis na Criação de Valor Financeiro”**

Tiago Miguel Proença Cardão Pito

Orientação: Professor João da Silva Ferreira

Júri:

Presidente: Professor João da Silva Ferreira

**Vogais: Professor Elísio Fernando Moreira Brandão
Professor António Campos Pires Caiado**



HF5681.C37
2004 53946

Reservado
"Contributo para
uma Teoria dos Fluxos Intangíveis
na Criação de Valor Financeiro"

PREAMBULO	4
CAPÍTULO 1 – ANÁLISE CLÁSSICA DO VALOR FINANCEIRO CRIADO NUMA EMPRESA	6
1.1 Sumário do Capítulo	6
1.2 Análise Clássica do Valor Financeiro Criado numa Empresa	6
1.2.1 Análise dos Resultados e dos Fluxos Monetários da Empresa	7
1.2.2 Análise do Valor Monetário da Empresa	8
CAPÍTULO 2 SOBRE A INSUFICIÊNCIA DA INFORMAÇÃO MERAMENTE FINANCEIRA NA ANÁLISE DO VALOR FINANCEIRO CRIADO NUMA EMPRESA	13
2.1 Sumário do Capítulo	13
2.2 . Evidência Empírica do Investimento das Empresas em Aspectos Intangíveis do seu Funcionamento	13
2.3 A Insatisfação de Várias Autoridades Relativamente à Análise do Valor Financeiro Criado Exclusivamente Através de Indicadores Financeiros de Desempenho Histórico Clássicos	18
2.3.1 Instituições Internacionais	18
2.3.2 Autores Financeiros Clássicos	20
CAPÍTULO 3 –COMO PROCEDE A EMPRESA PARA CRIAR VALOR FINANCEIRO?	23
3.1 Sumário do capítulo	23
3.2 A Importância Fundamental das Teorias da Empresa Subjacentes às Finanças da Empresa.	23
3.3 A emergência de uma nova concepção de empresa	26
3.4 Algumas explicações recentes para o crescimento empresarial	29
3.4.1 Um conjunto mais alargado de activos. O modelo do Banco Mundial 2003	30
3.4.2 Modelo de Capital Intelectual	35
3.5 Resenha Crítica e Introdução da Necessidade de uma Teoria dos Fluxos Intangíveis que Ajude a Compreender Melhor os Processos de Criação de Valor Financeiro nas Empresas.	41



CAPÍTULO 4 SOBRE A APRESENTAÇÃO DE INFORMAÇÃO NÃO FINANCEIRA PELAS EMPRESAS	46
4.1 Sumário do Capítulo	46
4.2 A Insuficiência dos Indicadores Financeiros de Desempenho Histórico Clássicos Requer Informação Não Financeira.	46
4.3 Propostas de Sistematização para a Apresentação Integrada de Informação Financeira e Não Financeira sobre a Gestão Organizacional	51
4.3.1 Balanced Scorecard	52
4.3.2 Navegador da Skandia	56
4.3.3 Monitor de Activos Intangíveis	60
4.3.4 Monitor de Capital Humano	62
4.3.5 Value Chain Scoreboard	66
4.3.6 Modelo Híbrido	71
4.4 Algumas Dificuldades na Identificação e na Apresentação Pública de Indicadores Não Financeiros sobre a Organização	74
4.5 Apontamentos Sobre o Debate Relativo à Obrigatoriedade das Organizações Apresentarem Informação Não Financeira Específica ao Público.	79
4.4.1 Corrente que defende a apresentação voluntária de informação não financeira	80
4.4.2 Corrente que defende a apresentação obrigatória de informação não financeira	81
4.4.3 breve comentário final destes apontamentos	83
CAPÍTULO 5 AS PESSOAS, OS ACTIVOS INTANGÍVEIS E OS FLUXOS INTANGÍVEIS. CONTRIBUTO PARA UMA TEORIA DOS FLUXOS INTANGÍVEIS (TFI)	89
5.1 Disposições Introdutórias	89
5.2 Activos Intangíveis	90
5.2.1 Definição Oficial de Activo Intangível do IASB	91
5.2.2 Outras Definições de Activo Intangível	94
5.3 As Pessoas Não São Activos nem Intangíveis Nem Capitais	96
5.4 Considerar as Pessoas e os Activos de Forma Estática é Insuficiente. Requer-se uma perspectiva dinâmica	99
5.5 Os Fluxos Intangíveis Relacionados com uma Empresa – Contributo para uma Teoria dos Fluxos Intangíveis (TFI).	101
5.5.1 Contributo para uma Teoria dos Fluxos Intangíveis (TFI)	101
5.5.2 Representação visual da complexidade de alguns fluxos intangíveis com influência nos fluxos monetários de uma empresa. Modelo para se identificarem fluxos intangíveis com influencia nos fluxos monetários de uma empresa.	103



CONCLUSÃO	111
BIBLIOGRAFIA	114
LISTA DE QUADROS, FIGURAS OU OUTRAS ILUSTRAÇÕES	126

Preambulo

As primeiras palavras são de agradecimento. Gostaria de agradecer ao meu orientador, o Professor João da Silva Ferreira, pela atenção, pelo apoio e pela paciência dedicada à elaboração deste texto. Logo de seguida, gostaria de agradecer à minha família e a outros bons amigos que me apoiaram e me incentivaram para a apresentação deste documento.

Neste texto apresentam-se contributos para uma melhor compreensão dos processos de criação de valor financeiro nas empresas. Um desses contributos consiste na formulação de uma hipótese teórica, para melhor ser desenvolvida, testada e calibrada em trabalhos futuros, que define os fluxos monetários como tangíveis porque podem ser claramente identificados e quantificados e que conceptualiza que associados aos fluxos monetários existem fluxos intangíveis dinâmicos decorrentes das actividades humanas necessárias à prossecução desses fluxos monetários. Esses fluxos intangíveis podem ser de vários tipos, tais como fluxos de trabalho, fluxos de relacionamento, fluxos de comunicação, fluxos de informação, fluxos de conhecimento, fluxos de dados, etc.. Por serem intangíveis estes fluxos são mais difíceis de identificar de forma exacta e de quantificar, contudo, sem a associação de fluxos intangíveis aos fluxos monetários estes não ocorreriam.

No primeiro capítulo identificam-se as formas clássicas de apurar o valor financeiro criado numa empresa e mencionam-se aspectos da insuficiência dos indicadores financeiros clássicos, em particular, e da informação financeira tradicional em geral, na análise e compreensão do próprio valor financeiro criado numa empresa.

No segundo capítulo, apresenta-se como existe actualmente evidência empírica do forte investimento das empresas em elementos intangíveis do seu funcionamento, menos fáceis de classificar do ponto de vista contabilístico, e, que, em paralelo, são as insuspeitas autoridades reguladoras da apresentação de informação financeira, e autores conotados com a análise clássica do valor financeiro criado numa empresa que manifestam insatisfação com uma análise apenas centrada em indicadores de cariz financeiro.

Novos modelos têm sido apresentados para explicar os processos de criação de riqueza nas empresas. No terceiro capítulo serão apresentados o modelo do Banco Mundial (2003) e o modelo do Capital Intelectual. Ambos procuram expandir a análise financeira clássica, com um número limitado de activos, para um conjunto mais alargado de activos em que elementos como o conhecimento, as competências, os relacionamentos da empresa, os processos etc. são considerados como activos de uma empresa. Além disso não existe um modelo geralmente aceite para integrar essa informação na análise financeira da empresa.



O quarto capítulo começa por mostrar como as empresas até apresentam ao público bastante informação não financeira, seja em relatórios de gestão, em páginas da Internet, em livros, em comunicados à imprensa, etc. Porém fazem-no de forma voluntária, existindo uma grande disparidade nas formas e nos conteúdos de apresentação da informação não financeira.

Alguns modelos, que têm vindo a ganhar alguma popularidade e que estão a ser adoptados por grandes empresas internacionais, como o Balanced Scorecard de Kaplan e Norton, o Navegador da Skandia de Edvinsson, o Monitor de Activos Intangíveis de Sveiby, o Value Chain Scoreboard de Lev ou o Modelo Híbrido de Daum, procuram sistematizar a apresentação de informação financeira em conjunto com a apresentação de informação não financeira. Porém, apresentam também significativas diferenças entre si.

Ocorre que ao admitir-se a insuficiência da informação financeira na análise do valor financeiro criado, consequentemente, assume-se a necessidade de informação não financeira para esse trabalho. Os problemas estão em saber qual a informação e quais os modelos de apresentação dessa informação e a sua integração na análise financeira. Existe um forte debate sobre se as empresas devem ser obrigadas ou não a apresentar informação não financeira específica sobre o seu desempenho. De um lado estão aqueles que defendem que as empresas apenas devem apresentar informação não financeira de forma voluntária. Do outro estão aqueles que consideram que existem indicadores não financeiros específicos que devem ser de apresentação obrigatória por parte das empresas.

Tendo como ponto de partida o apresentado nos capítulos anteriores, no quinto capítulo apresenta-se o contributo para o desenvolvimento de uma teoria dos fluxos intangíveis que seja útil para uma melhor compreensão dos processos de criação de valor financeiro, nomeadamente, quanto a uma melhor compreensão dos processos de geração de resultados e de fluxos monetários nas organizações, assim como na identificação de aspectos chave do valor monetário das empresas.



Capítulo 1 – Análise Clássica do Valor Financeiro Criado numa Empresa

1.1 Sumário do Capítulo

Introduz-se a definição de criação de valor financeiro na empresa que vai ser usada ao longo deste trabalho. O valor financeiro está associado à criação de riqueza. Logo, o apuramento do valor financeiro criado numa empresa está associado ao apuramento da riqueza criada. Acrescenta-se que o apuramento do valor financeiro criado precisa de uma delimitação do período temporal a que se refere.

São identificadas duas formas clássicas de apuramento do valor financeiro criado na empresa. Estas duas formas estão interrelacionadas. Em primeiro lugar a análise dos resultados contabilísticos e dos fluxos monetários históricos de determinado período de tempo da vida da empresa. Em segundo lugar, a comparação do valor monetário da empresa entre o início e o final de determinado período temporal.

Para além de aperfeiçoamentos que podem ser introduzidos na metodologia financeira, as grandes dificuldades no apuramento do valor financeiro criado numa empresa resultam da insuficiência da própria informação de cariz meramente financeiro fornecida pela empresa.

1.2 Análise Clássica do Valor Financeiro Criado numa Empresa

As organizações estudadas neste texto são as empresas privadas¹. Preferencialmente, as empresas privadas cujo capital social é representado por acções que são transaccionáveis no mercado de valores mobiliários². Pressupõe-se que um dos objectivos principais das empresas privadas é a criação de riqueza. Admite-se também que a riqueza pode ser expressa em termos monetários, e portanto em termos quantificáveis numericamente. Com base nestes pressupostos associa-se a criação de riqueza à criação de valor financeiro.

A análise externa do valor financeiro criado numa empresa é a perspectiva prioritária seguida neste texto. Supõe-se por conseguinte a sua determinação apenas através de informação obtida a partir do exterior da empresa, sem acesso directo à informação disponível para gestão da empresa.

¹ Embora alguns dos temas aqui abordados também possam ser úteis a organizações públicas ou organizações privadas sem fins lucrativos. Quando neste texto se utilizar a palavra gestor, deve ser entendido o dirigente máximo de uma empresa privada. A pessoa que, durante um determinado período de tempo, é o principal responsável pela administração de uma empresa e dos seus recursos. E que, portanto, é o principal responsável pelo desempenho empresarial. No caso de ser necessário referir os níveis intermédios de gestão será usada a expressão gestor intermédio, e caso seja necessário referir a gestão de um departamento o nome do departamento será associado à palavra gestor.

² Mas não exclusivamente

Ao vocábulo valor podem ser atribuídos significados muito distintos entre si. Esta palavra não é apenas usada em termos numéricos e quantitativos. Pode ser usada relativamente a muitas acepções, por exemplo, valores morais, valores éticos, valores religiosos, valores políticos ou valores sociais. Porém, neste texto, a expressão valor financeiro circunscreve o seu significado à expressão monetária e quantitativa de uma análise da riqueza criada.

Para se criar valor financeiro tem de se gerar um rendimento superior ao montante dos pagamentos e dos encargos com as fontes de financiamento da empresa. O total de output de fundos financeiros gerados tem de ser superior ao input de fundos financeiros utilizados. A partir desta geração de fundos financeiros adicionais, presente na criação de valor financeiro, se identifica a associação do valor financeiro à criação de riqueza.

Tradicionalmente, a análise do desempenho empresarial é feita com base em indicadores financeiros de desempenho histórico. Encontram-se duas grandes fontes básicas de informação financeira a partir das quais é possível analisar o valor financeiro da empresa. As demonstrações financeiras e os registos das cotações nos mercados de bolsa. A partir destas duas grandes fontes de informação financeira de base podem ser produzidos diversos indicadores secundários. (exemplos: rácios, indicadores de valor residual a partir do qual se desenvolveu o EVA, etc.).

A análise do valor financeiro criado numa empresa requer a definição do período temporal a que se refere. Para os efeitos deste texto, utilizam-se duas das abordagens principais de apuramento de valor financeiro criado. Estas duas abordagens estão profundamente interrelacionadas.

Em primeiro lugar, uma abordagem inerente ao apuramento dos resultados e dos fluxos financeiros históricos em determinado período de tempo da vida da empresa. Em segundo lugar uma abordagem inerente ao valor monetário da empresa, ou seja qual a riqueza que representa ser dono dos títulos representativos que atribuem propriedade sobre o capital financeiro da empresa. Esta segunda abordagem compara o valor monetário de um empresa entre períodos de tempo diferentes.

1.2.1 Análise dos Resultados e dos Fluxos Monetários da Empresa

Nas Demonstrações Financeiras das empresas aparecem descritos os resultados contabilísticos e os fluxos monetários da empresa. Os resultados contabilísticos são apresentados na Demonstração de Resultados da Empresa e descrevem os proveitos e as perdas da empresa que influenciam o valor do balanço contabilístico da empresa. Os fluxos monetários aparecem descritos no Mapa de Fluxos de Caixa e descrevem as transações monetárias da empresa.

Tanto os resultados contabilísticos como os fluxos monetários, representam uma expressão tangível dos efeitos da gestão sobre a situação económico – financeira da empresa. Porém, inerente aos processos contabilísticos de reporte financeiro existe um

campo para a subjectividade e para a ausência de consenso quanto à melhor forma de proceder.

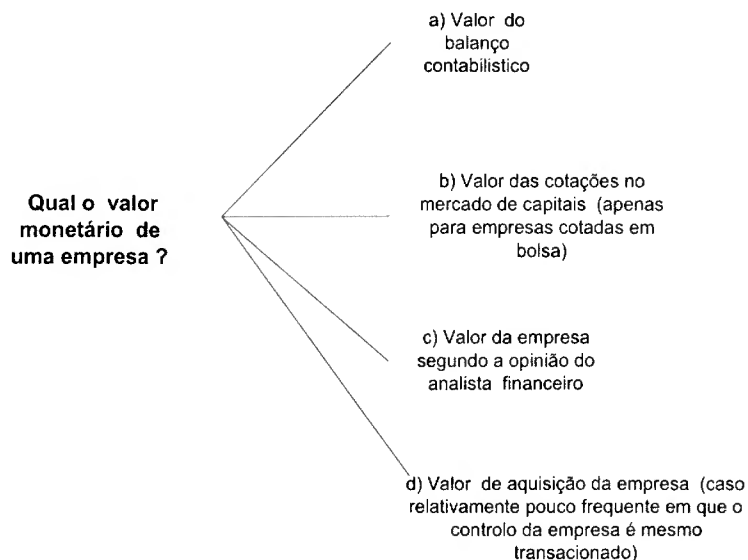
Para se conhecerem os resultados e os fluxos monetários históricos da empresa, basta recorrer às demonstrações financeiras. Estes são expressas em valores monetários. Como será melhor descrito um pouco mais à frente, aqueles valores monetário precisam de uma interpretação do seu significado. E os registos históricos podem oferecer perspectivas muito limitadas relativamente aos potenciais desempenhos futuros da empresa.

1.2.2 Análise do Valor Monetário da Empresa

Uma outra abordagem para identificação do valor financeiro criado numa empresa em determinado período de tempo, consiste em comparar o valor monetário da empresa no início e no final desse período de tempo.

Porém, identificar o valor monetário da empresa é uma questão complexa. Para responder a esta questão existem metodologias bastantes diferentes entre si e que obtêm também valores monetários, por norma, também distintos para uma mesma empresa.

Existem quatro grandes métodos para determinar o valor monetário de uma empresa em determinado momento temporal, nomeadamente, a) através do balanço contabilístico, b) através das cotações no mercado de capitais, c) recorrendo à opinião do analista financeiro e d) mediante o valor de transacção do controlo da empresa. Este último método apenas pode ser usado quando existe, efectivamente, um processo de compra e venda do controlo da empresa onde é necessário obter o encontro de um agente comprador e um agente vendedor para essa empresa. Situação que é relativamente pouco frequente na vida das organizações. Estes quatro processos, conduzem, por norma, à identificação de valores monetários diferentes para a mesma empresa:





a) O valor contabilístico da empresa aparece expresso no balanço contabilístico da empresa. A variação do valor do balanço contabilístico também pode ser apurada através da demonstração de resultados.

O apuramento do valor contabilístico faz-se de acordo com os princípios e procedimentos contabilísticos onde existe amplitude para diferenças interpretativas. Para além disso, a contabilidade, como será exposto nos próximos capítulos, enfrenta questões estruturais que impedem, normalmente, que o valor do balanço contabilístico seja idêntico, ao valor de mercado de uma empresa.

b) Caso o capital social da empresa esteja representado por acções cotadas em bolsa, o mercado de acções pode ser usado como forma de calcular o valor monetário da empresa. O preço das acções e o valor contabilístico raramente coincidem. Por exemplo, em 30 de Junho de 1999 o preço das acções da Microsoft era 16, 2 vezes superior ao seu valor contabilístico. Para a Coca Cola esta relação era de 15,2 vezes superior (Daum 2003). Usando exemplos portugueses mencionados em Rodrigues e Oliveira (2001, pg. 151), no final de 1999 o valor de mercado da PT Multimédia SGPS era 31,529 vezes superior ao valor contabilístico, para a Lusomundo, SGPS o rácio era de 4,062 e para a Telecel 8,4 vezes.

A utilização do preço das acções na determinação do valor financeiro criado pelos gestores encontra algumas dificuldades. A evolução do preço das acções depende da forma como as empresas são geridas. Mas depende também de factores absolutamente independentes da forma como a empresa é gerida, tais como a fase de crescimento ou de recessão da Economia, a evolução da taxa de juro, pressões de compra e de venda ou de intermediação no mercado de capitais etc..

Porém, apesar de o preço das acções poder estar dependente de factores que são independentes da forma como a empresa é conduzida, como por exemplo as variáveis económicas, a pressão negocial no mercado accionista, etc. o valor das acções representa um dos pilares para se determinar a criação de riqueza dos accionistas das empresas privadas.

c) o analista financeiro pode utilizar vários modelos para calcular aquilo que considera ser o valor monetário justo da empresa (*fair value*). Através deste processo de identificação do valor monetário da empresa, obtém-se em geral um valor monetário distinto do valor apurado pela contabilidade ou do preço das acções³. Estes modelos surgem, precisamente, como alternativas àqueles dois métodos.

Esta análise do valor monetário é também profundamente subjectiva. O analista financeiro vai procurar um valor teórico das acções da empresa⁴. Em termos práticos, para ocorrer um determinado preço das acções⁵ da empresa têm de existir investidores dispostos a comprar e a vender acções por esse preço. Caso contrário esse preço jamais se verificará.

³ No caso das empresas com acções cotadas em bolsa

⁴ Ou títulos de capital próprio da empresa sobre outra forma

⁵ idem

Evidentemente, é impossível o analista determinar o valor monetário exacto de uma empresa em cada momento do tempo, por vários motivos. Por um lado, as empresas são entidades complexas e dinâmicas o que dificulta bastante o trabalho de sua análise e valorização; por outro lado, o analista utiliza parâmetros que estão sujeitos à subjectividade. Para além disso, pode verificar-se o caso de o próprio analista ser parte interessada no processo de valorização da empresa. Por exemplo, pode não ser independente das entidades que querem comprar ou que pelo contrário, querem vender a empresa. Pode estar conotado com a gestão da empresa. Etc. (ver por exemplo Bazerman, Loewenstein e Moore 2002).

Basicamente, são dois os processos mais utilizados pelos analistas financeiros: i) A identificação do património da empresa que deve ser valorizado, onde se incluem rubricas expressas, ou não expressas, no balanço contabilístico. ii) A valorização de projecções sobre fluxos de rendimento futuro da empresa⁶, através de uma taxa de actualização.

A identificação do património na empresa requer uma identificação daquilo que deve ser valorizado e do seu processo de valorização. Isso requer uma profunda sistematização que pode ser árdua de encontrar. Pode ser conseguida através de um processo complexo e subjectivo Além disso, esta valorização monetária não pode ser elaborada apenas com recurso à contabilidade financeira da empresa.

Actualmente não se atribui à contabilidade a mesma capacidade de encontrar o valor monetário da empresa que em tempos se atribuiu (ver por exemplo Lev e Zarowin 1999 ou IASB F.13).

O modelo dominante neste processo é o modelo de desconto dos fluxos monetários futuros da empresa⁷ (*Discounted Cash Flow Model*). Assim como descrito por Rappaport 1998 ou por Copeland, Koller e Murrin 2000 ou por Damodaran 2001. Para defesa deste modelo argumenta-se que a contabilidade e a análise patrimonial têm elementos de subjectividade como as amortizações e as provisões, são baseadas no curto prazo e no desempenho histórico e não oferecem perspectivas do desempenho futuro da empresa.

Este modelo faz depender o valor monetário teórico da empresa, das projecções de fluxos monetários futuros da empresa e das taxa de desconto utilizada para descontar as projecções. Seguindo a lógica do próprio modelo, previsões erradas sobre os fluxos monetários futuros da empresa, ou das taxas de actualizações dão valores errados para a empresa.

Se fosse possível determinar de forma exacta e objectiva os fluxos monetários futuros da empresa e a sua respectiva taxa de actualização, não existira qualquer problema. Mas

⁶ São utilizadas duas grandes formas de rendimento futuro, os fluxos monetários libertos (para a empresa ou para os capitais próprios), e os dividendos a pagar aos proprietários da empresa.

⁷ por vezes também conhecido como por modelo de fluxos de tesouraria descontados ou por modelo de fluxos de caixa descontados.

esta determinação é bastante difícil. Está dependente de eventos ainda não ocorridos e da própria actividade dos gestores⁸.

Este modelo tem o mérito de romper com a análise do valor financeiro exclusivamente assente em indicadores financeiros de desempenho histórico, imputáveis ao curto prazo, e de alguma forma procurar integrar informação não financeira para efectuar as previsões sobre o futuro da empresa. No entanto, apresenta dificuldades inerentes à sua actividade de prever o desempenho futuro da empresa. As condições à partida para o crescimento futuro são de facto importantes. É necessário perceber o modo como a empresa gera resultados e fluxos monetários para se poder analisar como a empresa o pode fazer no futuro.

d) Um quarto método de identificar o valor monetário da empresa pode ser o de procurar o preço pelo qual o direito de controlo da empresa foi efectivamente transaccionado. A aquisição do direito de controlo de uma empresa é um processo relativamente pouco frequente. Mas quando existem transacções de empresas, sabe-se que num determinado momento temporal, uma entidade compradora e uma entidade vendedora chegaram a um acordo relativo ao preço de uma empresa. Esta é talvez a definição mais objectiva do valor monetário de uma empresa no momento de transacção.

Este é talvez o valor monetário de uma empresa que se encontra com maior objectividade no preciso momento da aquisição do controlo da empresa porque é obtido através de um encontro das vontades entre o agente que compra o controlo da empresa e agente que o vende. Em que existe de facto uma transacção. As compras e vendas do controlo de empresas são relativamente pouco frequentes. De forma alguma são actividades comuns da rotina diária da vida empresarial⁹.

Devido à muito reduzida frequência de processos de aquisição do controlo de uma empresa, este método, em termos práticos, praticamente não pode ser usado para calcular o valor monetário criado, a menos que ocorram de facto transacções do direito de controlo da empresa.

Uma solução de atalho pode ser a de procurar empresas comparáveis que tenha sido efectivamente adquiridas. Mas essa é uma solução também extremamente subjectiva porque não existem duas empresas exactamente iguais, e os envolvidos no negocio de aquisição da outra empresa são também, por norma, agentes distintos daqueles que estão envolvidos com a empresa em análise. Dai advém explicitamente a dificuldade de uma análise comparativa do valor de aquisição de duas empresas diferentes.

Contudo, e curiosamente, o valor pago no negócio de compras do direito de controlo das empresas é na maior parte das vezes diferente dos valores monetários da contabilidade,

⁸ Se esta previsão não fosse difícil nenhuma empresa que utiliza este método encontraria dificuldades no seu desempenho pois facilmente tomariam medidas para antecipar toda e qualquer dificuldade prevista com exactidão.

⁹ Exceptuando os casos das empresas cuja actividade são as aquisições do controlo de empresas.



do preço das acções transaccionadas de forma comum na bolsa de valores e dos pareceres dos analistas do valor monetário das empresas.

Recapitulando. Com base nos pressupostos antes enunciados, analisaram-se duas abordagens clássicas de análise do valor financeiro criado. A primeira respeitante à geração de resultados e de fluxos monetários em determinado período de tempo histórico. A segunda respeitante ao valor monetário da empresa, em que se compara o valor monetário da empresa em períodos de tempo diferentes. O modelo teórico dominante para quantificação de valor monetário da empresa é o modelo de fluxos monetários descontados (*discounted cash flows model*)¹⁰.

Salienta-se que existe um profundo interrelacionamento das duas abordagens anteriores.

Apresentando alguns exemplos, parte do rendimento gerado pela empresa, expresso nas demonstrações financeiras é reinvestido. Isso influenciará o valor do balanço. A outra parte será distribuída para agentes exteriores da empresa. Por seu turno, o capital investido na empresa deve ser usado para gerar rendimento futuro.

Por outro lado, as demonstrações financeiras influenciam o preço das acções da empresa. Além disso, no trabalho de previsão de fluxos monetários e de taxas de desconto futuras são utilizadas informações contidas nas demonstrações financeiras, bem como o preços históricos das acções, muitas vezes tomado como referência para quantificar a taxa de desconto.

¹⁰ Alguns indicadores financeiros relacionam os resultados e os fluxos monetários da empresa com o valor monetário da empresa. Exemplo desses indicadores são alguns rácios, ou o resultado residual, a partir do qual se desenvolveu o EVA. Mas a base de partida na análise do valor financeiro criado são, ou os resultados e fluxos monetários da empresa, ou o valor monetário da mesma.

Capítulo 2 Sobre a Insuficiência da Informação Meramente Financeira na Análise do Valor Financeiro Criado numa Empresa

2.1 Sumário do Capítulo

Apresenta-se evidência empírica do elevado volume de investimento empresariais relacionado com aspectos intangíveis das actividades das empresas.

Em segundo lugar, mostra-se, sem ser necessário recorrer a autores conotados directamente com a investigação sobre activos intangíveis, como existe um amplo sentimento de insatisfação em relação à análise do valor financeiro criado exclusivamente através de informação de cariz financeiro clássico. Sejam informações com base nas demonstrações financeiras, no rendimento das acções em bolsa, ou no uso de indicadores dependentes daqueles tais como os rácios ou os métodos de valor residual. Esse sentimento é evidenciado em trabalhos de importantes instituições internacionais ou de importantes autores financeiros clássicos.

Como tal, esta fundamentação deve servir de sério alerta a todos aqueles que acompanham as actividades das empresas¹¹, utilizando apenas os indicadores de cariz exclusivamente financeiro, expressos em termos monetários.

2.2 . Evidência Empírica do Investimento das Empresas em Aspectos Intangíveis do seu Funcionamento

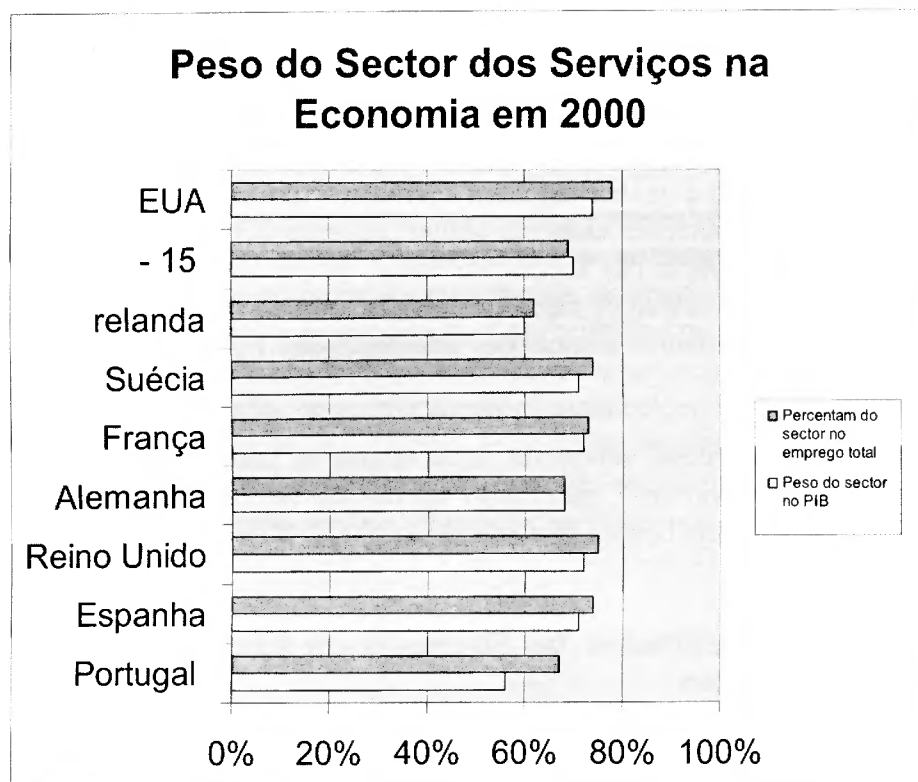
A diferença mais universalmente citadas dos serviços para os bens físicos é a de que os serviços, ao contrário dos bens físicos, são intangíveis porque os serviços referem-se a desempenhos e acções e não a objectos. Deste modo, os serviços não podem ser percebidos pelos sentidos humanos como o podem ser os bens físicos (Zeithmal e Bitner 2003).

Aquele que se considera com o sector dos serviços na economia inclui, entre outros, os serviços de apoio aos negócios, as instituições financeiras, os intermediários grossistas e os intermediários retalhistas, as empresas de reparações, os hotéis e restaurantes, as empresas de transportes e armazenagem, as empresas de correspondência e telecomunicações, ou os serviços comunitários, sociais e pessoais (European Commission -European Competitiveness Report 2002).

Este sector tem cada vez mais uma maior peso nas economias modernas. Na maioria das dos países da OCDE, os serviços representam pelo menos 60% de toda a actividade económica (OCDE 2000). No ano de 2000, na União Europeia, o sector dos serviços

¹¹ ou outras organizações.

representou 69% de todos os empregos e 70% do Produto. Nos EUA o mesmo sector representou aproximadamente 78% do emprego total e 74% do Produto (European Commission 2002). Para Portugal, de acordo com o European Competitiveness Report 2002, os dados referentes a estas matérias estão atrasados, pois a média da União Europeia não considera sequer Portugal por falta de dados. Contudo, os dados disponíveis para 1998 indicavam que o sector dos serviços em Portugal representava aproximadamente 67% do emprego e 56% do Produto¹².



Notas: i) Dados para Portugal são de 1998,

ii) Os valores da União Europeia (EU-15) excluem Portugal

**Adaptado de: European Commission
"European Competitiveness Report 2002"**

Apesar deste cada vez maior peso dos sectores dos serviços nas economias modernas, tal como será desenvolvido mais à frente, quando se fala em actividade económica a maioria das pessoas imagina uma fábrica, com matérias primas a entrar por um lado, um processo produtivo pelo meio e um qualquer produto a sair pelo outro (Romer 1998).

Mesmo empresas que não se inserem dentro da classificação de sector dos serviços, por norma, prestam serviços externos aos seus clientes ou a outros stakeholders.

¹² Muito abaixo da média Europeia e abaixo dos valores identificados pelo relatório da OCDE 2000

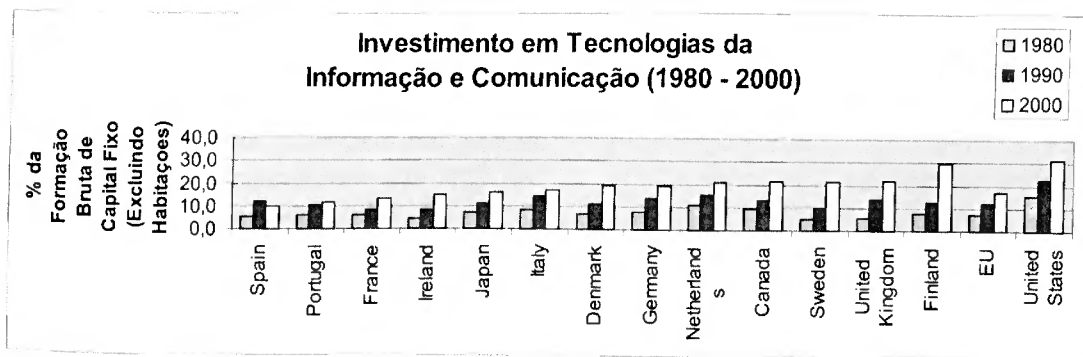
O desenvolvimento tecnológico recente, relacionado com as tecnologias da informação melhorou o tratamento de informação e os processos de comunicação nas organizações o que se reflecte na produtividade e na prestação de serviços dos colaboradores à empresa. Facilita o relacionamento entre os colaboradores, e, entre os colaboradores e agentes exteriores da empresa, tais como clientes, fornecedores, credores, etc. Estas tecnologias são importantes para a produtividade.

Isso ocorre por a informação e a comunicação humana serem variáveis que estão presentes dos processos produtivo e comercial. Isso já ocorria muito tempo antes do advento dos processadores de texto, das folhas de calculo, do software CAD/CAM ou da Internet. Os investimentos em tecnologias da informação como computadores, softwares, telefones, processadores de imagem, faxes, etc, são investimentos fisicos, porem podem contribuir para melhorar a produtividade das organizações.

Será que existe uma economia da informação e do conhecimento? Existe, no sentido de que a informação e o conhecimento são variáveis presentes nos processos produtivo e/ou comercial. E no sentido de a informação e o conhecimento terem características próprias que os distinguem dos bens físicos. A modelização da importância da informação e do conhecimento no processo produtivo trouxe uma profunda revolução conceptual à economia e à gestão (ver Stiglitz 2000).

A importância da informação e do conhecimento também não deve, de forma alguma, ficar adstrita aos sectores de actividade que produzem tecnologias da informação como computadores, meios de comunicação, software, conteúdos etc. A informação e o conhecimentos são importantes na generalidade das organizações, sejam essas organizações agrícolas, industriais, de serviços, estatais, organizações sem fins lucrativos, etc.

Em paralelo com o reconhecimento da importância da informação e do conhecimento, existe um incremento, nos últimos anos, do investimento em factores intangíveis do processo produtivo e/ou comercial. Ocorre também um crescimento dos negócios das empresas relacionadas com o sector de tecnologias da informação e da informação. Isso demonstra o incremento da sua importância na economia. Esse crescimento está patente no relatório da OCDE (2002) denominado *Measuring The Information Economy*.



Nos últimos vinte anos, é evidente um elevado crescimento percentual do investimento não residencial¹³ das economias mais avançadas, em termos mundiais, dos investimentos em tecnologias da informação e da comunicação. No ano 2000 os EUA chegaram a investir 31,4% do seu investimento em formação bruta de capital fixo (excluindo habitações) nessas tecnologias. Valor bastante mais elevado do que o da generalidade dos países europeus, com excepção da Finlândia¹⁴. Descriminando esses investimento por tecnologias da informação, tecnologias da comunicação e software no ano 2000, encontramos a seguinte subdivisão:

Investimento em Tecnologia da Informação e de Comunicação
Nos países da OCDE em 2000
Porcentagem da formação bruta de capital fixo não residencial

	Software	Equipamento de Comunicação	Tecnologias de Informação	Total
Espanha	3,9	2,8	3,4	10,1
Portugal	3,5	5,2	2,7	11,4
Bélgica	5,5	4,2	2,3	12,0
Austria	3,5	5,9	3,4	12,8
França	5,7	3,5	4,0	13,1
Irlanda	2,3	4,7	7,6	14,6
Grécia	6,0	5,1	4,7	15,7
Japão	3,8	6,9	5,2	15,9
Itália	5,3	7,4	4,0	16,7
Dinamarca	14,0	1,5	3,6	19,1
Alemanha	7,2	5,4	6,7	19,2
Holanda	8,8	5,0	7,1	20,9
Canadá	9,4	4,2	7,9	21,5
Suécia	15,4	3,1	3,2	21,6
Reino Unido	9,5	3,6	8,9	22,0
Austrália	9,7	5,6	7,2	22,5
Finlândia	10,7	16,1	2,6	29,4
EUA	14,2	9,2	8,0	31,4

Source : OECD, estimates based on national accounts, data underlying Colecchia and Schreyer (2001) and Van Ark, et al. (2002).

Os investimentos em software são investimentos em recursos claramente intangíveis. O software tem características de activo intangível¹⁵. Salienta-se que os EUA investiram, em 2000, 14,2%, do seu investimento total em capital fixo (excluindo habitações) em Software, a Suécia 15,4%, a Dinamarca 14,0%, e o nosso país apenas 3,5%.

Porém, os investimentos em tecnologias da informação como computadores, ou em tecnologias de comunicação como faxes, modems, telemóveis etc, têm um carácter de investimento em activos físicos, pois são investimentos em máquinas. No entanto, os seus efeitos sobre o processo produtivo e/ou comercial são iminentemente intangíveis. Obviamente, os investimentos em software não são a única forma de investimento intangível das organizações.

¹³ formação bruta de capital fixo não residencial,

¹⁴ Por exemplo, em 2000, Portugal investiu apenas 11,4% do seu investimento não residencial total

¹⁵ Ver próximos capítulos

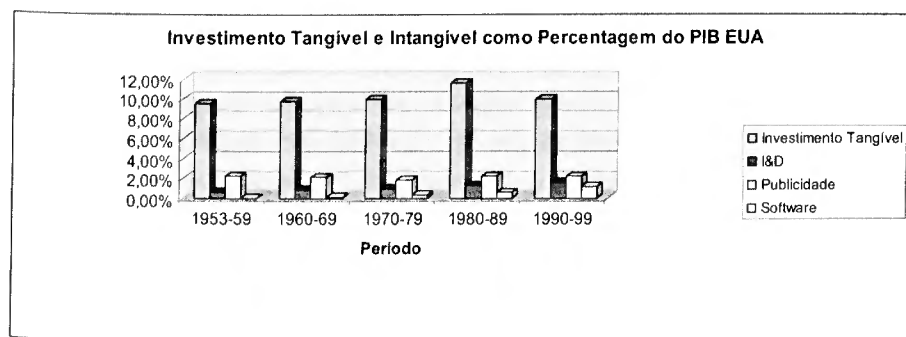
Existem vários problemas metodológicos nos estudos relacionados com o investimento em activos intangíveis, tais como, o conceito de investimento intangível usado (Triplett 2001) ou o facto de as autoridades contabilísticas não exigirem a descrimação de gastos deste género nas demonstrações de resultados quando essas despesas não são consideradas activos da empresa, com excepção dos gastos de investigação e desenvolvimento, (Lev 2001). Por exemplo, gastos em publicidade, em serviço ao cliente, em marketing, em formação de pessoal, em despesas de instalação, podem aparecer agregados de forma pouco identificável nas demonstrações de resultados.

Tomando em devida conta estas limitações, cita-se um texto de Nakamura (2003), onde aparece uma tentativa de identificação dos investimentos tangíveis e intangíveis em percentagem do PIB para EUA¹⁶, desde 1953 até 1999. A identificação é feita com base num relatório da National Science Foundation e a McCann- Erickson (citado por Nakamura 2003).

Investimento Tangível e Intangível como Percentagem do PIB dos EUA

Período	Investimento Tangível	I&D	Publicidade	Software
1953-59	9,50%	0,70%	2,20%	0%
1960-69	9,70%	0,90%	2,10%	0,10%
1970-79	10,00%	1,00%	1,80%	0,30%
1980-89	11,60%	1,30%	2,20%	0,60%
1990-99	10,00%	1,60%	2,20%	1,20%

Fonte: Nakamura (2003) com
base num relatório da National
Science Foundation e McCann-Erickson



O proporção do investimento em publicidade pouco variou entre 1953 e 1999, no entanto, representa cerca 2,2% do PIB dos EUA. Encontra-se um forte crescimento do investimento tanto em I&D (Investigação e Desenvolvimento), como em Software. Investimentos eminentemente intangíveis. Segundo este estudo, entre 1990-99, para além do investimento em publicidade já referido, o investimento em Investigação e Desenvolvimento representava aproximadamente 1,6% do PIB dos EUA, e o investimento em Software 1,2%. Estes são valores elevados considerando que o investimento em activos tangíveis representava 10% do total do PIB.

¹⁶ OS EUA são uma das economias mais avançadas do mundo e o país que mais investe em tecnologias da informação e da comunicação

2.3 A Insatisfação de Várias Autoridades Relativamente à Análise do Valor Financeiro Criado Exclusivamente Através de Indicadores Financeiros de Desempenho Histórico Clássicos

As demonstrações financeiras são expressas em unidade de conta, ou seja em termos numéricos. Como tal, estes valores podem ser trabalhados de forma matemática com relativa facilidade. Mas as transacções financeiras são apenas uma das dimensões de entidades complexas como são as empresas. Na mesma organização estão envolvidas pessoas, activos físicos, activos monetários e activos intangíveis, num processo dinâmico de interacção quer interno, quer com o exterior da empresa .

As demonstrações financeiras podem ser usadas para fazer directamente uma análise do valor financeiro criado pelos gestores, com vista a averiguar-se seu desempenho histórico. Através das demonstrações financeiras podem-se analisar os resultados, os fluxos monetários da empresa, assim como o valores monetários expressos no balanço. As demonstrações financeiras têm influência no preço das acções da empresa.

Num estudo de Baker e Wurgler (2002) defende-se que, no caso de a empresa estar cotada na bolsa, o gestor seguirá uma gestão e uma política de financiamento que leva em conta o seu efeito sobre o preço das acções da sua empresa. Como tal, o preço das acções influencia as demonstrações financeiras, tal como os processos de falência da Enron ou da Worldcom, amplamente demonstram.

O caminho a seguir nesta secção não será o de referir autores com contributos importantes relativos ao estudo dos activos intangíveis. Pois, logicamente, o posicionamento destes autores, por norma, oscila entre a posição de insuficiência dos indicadores financeiros de desempenho histórico e a posição da invalidade desses indicadores financeiros. Demonstram-se apenas as posições de importantes instituições internacionais e de alguns autores financeiros conotados com os modelos de indicadores financeiros clássicos. O sentimento de insatisfação destas entidades pode ocorrer por motivos distintos. A sua modelização pode ser melhor, ou pior, identificada. Mas denota-se claramente.

2.3.1 Instituições Internacionais

Podem ser encontrados vários exemplos¹⁷ da expressão de um sentimento de insatisfação de importantes Instituições Mundiais relativamente à análise do desempenho empresarial seguindo o modelo financeiro tradicional.

A **União Europeia**, através da **Comissão Europeia** tem financiado diversos estudos sobre o assunto onde se identifica a ausência de uma infra estrutura adequada para que os activo intangíveis possam ser identificados, medidos, reportados e geridos de forma

¹⁷ De forma alguma esta lista de exemplos é exaustiva.

efectiva e também que várias autoridades estão a desenvolver estudos nesta matéria de forma não coordenada e com pouca comunicação entre si. (ver por exemplo Commission of the European Communities – Enterprise Directorate General (2003)) ou High Level Expert Group (HLEG) (2000)) .

A Comissão Europeia, através do Programa Target Socioeconomic Research (TSER) foi também a principal financiadora do projecto de investigação MERITUM ¹⁸ (*Measuring intangibles To Understand and Improve Innovation Management*) que teve como objectivos melhorar a forma como os intangíveis são medidos, com fins de compreender e melhorar a forma como a gestão da inovação se desenvolve nas organizações e onde participam grupos de investigadores de seis países diferentes, nomeadamente a Dinamarca, a Finlândia, a França, a Noruega, a Espanha e a Suécia, em que a Espanha é o país coordenador (ver MERITUM Project Main Results).

Este projecto de investigação teve como ponto de partida três postulados interrelacionados: 1) A inovação é o factor chave da melhoria da competitividade e do aumento do emprego, 2) as economias nacionais são cada vez mais baseadas no conhecimento e os instrumentos convencionais são menos úteis na tomada de decisões e 3) as despesas e os investimentos tanto de natureza tecnológica e organizacional, como em capital humano são, ou mal medidos, ou nem sequer são medidos.

O próprio International Accounting Standard Board (IASB), autoridade contabilística mundial, é o primeiro a reconhecer como as demonstrações financeiras podem ser insuficientes para a tomada de decisões económicas:

*“They largely portray the financial effects of past events and do not necessarily provide non financial information”*¹⁹. O IASB identifica na sua norma IAS 38 a normalização contabilística que entende deve ser seguida em relação aos activos intangíveis. A definição de activo intangível do IASB é algo restritiva²⁰. Contudo, nessa mesma norma IAS 38, no parágrafo 117, o IASB encoraja, sem contudo obrigar, o fornecimento por parte das empresas de informação complementar, extra demonstrações financeiras, sobre “activos intangíveis significativos controlados pela empresa mas não reconhecidos com activos porque não satisfazem os critérios de reconhecimento desta Norma”.

Um relatório do **Banco Mundial**²¹ (vide The World Bank 2003), defende que o objectivo dos países, e por adaptação das empresas, não deve ser apenas o crescimento da produção (PIB), mas antes o desenvolvimento sustentado. Objectivo mais amplo. Segundo aquela instituição, o desenvolvimento sustentado assenta em três pilares i) económico, ii) ambiental e iii) social.

Para se alcançar o crescimento sustentado deve ser tido em conta um conjunto mais alargado de activos do que aqueles que têm sido considerados pelos modelos tradicionais

¹⁸ Ver a este respeito <http://www.uam.es/proyectosinv/meritum/>

¹⁹ IASB Framework - 13

²⁰ ver capítulo 4

²¹ Ver terceiro capítulo

de análise do crescimento. O modelo do banco mundial inclui cinco grupos de activos 1) Activos Humanos, 2) Activos Naturais, 3) Activos Produzidos pelos Humanos, 4) Activos do Conhecimento e 5) Activos Sociais (ou relacionais). Estes dois últimos grupos de activos são relativamente novos, em termos de modelização e estão praticamente ausentes da análise financeira clássica.

Um relatório de uma task force²² da **Securities Exchange Commission (SEC 2001)**, procura responder à questão de saber se os investidores têm toda a informação necessária. Esse relatório concluiu, entre outras coisas, que, as demonstrações financeiras, assentes nos princípios contabilísticos geralmente aceites, são úteis, mas podem ser bastante insuficientes para os investidores. Nesse documento são feitas duas recomendações. Em primeiro lugar a criação de novos modelos de reporte em relação aos activos intangíveis e aos indicadores operacionais. Em segundo lugar, o incentivo a um ambiente que encoraje a inovação na apresentação de informações das empresas. Sendo isso feito de forma complementar à apresentação das demonstrações financeiras.

2.3.2 Autores Financeiros Clássicos

O modelo financeiro, actualmente, dominante relacionado com a valorização monetária da empresa é o da actualização de projecções de fluxos monetários futuros da organização.

Ao defender-se que o valor da empresa se obtém através da actualização de estimativas de fluxos monetários futuros está-se, de alguma forma, a utilizar um caminho diferente para a identificação do valor monetário da empresa daquele que se obtém através das demonstrações financeiras de desempenho histórico, ou daquele que está cotado no preço das acções do mercado bolsista. Como se referiu no primeiro capítulo, os autores financeiros clássicos que propõem o conceito de valor da empresa como o somatório dos valores actuais de estimativas de fluxos monetários futuros são, por norma, muito críticos em relação às demonstrações financeiras.

Para se fazer uma previsão dos fluxos financeiros futuros da empresa, tem de se ter em conta a forma como os fluxos financeiros irão ser gerados no futuro. Tem de se considerar factores como a estratégia da empresa, o seu posicionamento competitivo, os seus recursos físicos, monetários e intangíveis. A estrutura de pessoal da empresa ou os negócios em que a empresa está envolvida. E a forma dinâmica como vão interagir entre si.

Este modelo oferece uma explicação para o valor de uma empresa assente nas transacções monetárias, que representam concretizações dos contratos formais da empresa²³. No entanto, este modelo não explica muito bem como são gerados os fluxos monetários das empresas nem qual o seu significado. Não é fácil fazer previsões sobre o futuro, ainda para mais, se envolvem entidades complexas como as empresas.

²² Nessa task force da SEC estiveram envolvidos autores importantes como Joseph Stiglitz, Jeffrey Garten, Tim Koller, ou Baruch Lev e directores de empresas importantes tais como a McKinsey, a Pfizer, a Goldman Sachs e Co, a RelNetworks, e curiosamente também a ENRON, que veio a falir passado alguns tempos.

²³ (Zingales 2000)

Alfred Rappaport, professor na Universidade de North-Western, é considerado como o grande divulgador do modelo de valor monetário da empresa²⁴ identificado através de um de estimativas de fluxos monetários futuros actualizadas, argumenta que, “numa economia baseada no mercado, onde se reconhece o direito à propriedade privada, a única responsabilidade social dos negócios é criar valor accionista, fazendo-o com respeito pela Lei e integridade” (Rappaport 1998 ppg 7).

A sua lógica assenta em que empresa precisa de ser competitiva para sobreviver. Mas para conseguir isso, no longo prazo, a empresa depende de todos os stakeholders que têm interesses monetários relacionados com a empresa (idem ppg 7). Nesse sentido, reconhece como “mesmo o mais persistente advogado²⁵ do valor accionista percebe que sem valor para os clientes não existe nenhum valor para os accionistas”²⁶ (idem ppg 8). Reconhece também como os despedimento em grande escala de empregados, que caracterizam alguns processos de reestruturação de empresas em dificuldades²⁷ são muitas vezes feitos, não com uma preocupação com o longo prazo da empresa, mas sim, com uma preocupação que incide, sobretudo, nos resultados financeiros de curto prazo, e podem ter consequências prejudiciais na relação da empresa com os clientes e na motivação dos empregados, e como tal no valor da empresa (idem ppg 10).

Tom Copeland, Tim Koller, e Jack Murrin, da consultora Mckinsey, importantes divulgadores do método dos fluxos monetários descontados na valorização monetária de empresas em livros de grande tiragem, mencionam, em relação à análise financeira, o problema da existência de uma mania das métricas que deve ser ultrapassada, pis a mania das métricas pode tornar-se um entrave à adequada gestão da empresa. (ver capítulo 4 – Copeland, Koller e Murrin 2000 a).

Este autores identificam a análise do desempenho das empresas na criação de valor apenas através de indicadores financeiros como paradoxal. Ao contrário de Rappaport, estes autores consideram que a análise dos fluxos monetários pode ser utilizada para a análise estratégica, mas não pode ser utilizada para a análise do desempenho histórico ou para estabelecer objectivos de curto prazo²⁸, pois está orientada para o desempenho futuro da empresa. Por seu turno, consideram que os indicadores financeiros baseados nas demonstrações financeiras, que terão influência nos cash flows futuros não podem ser utilizados sem o suporte de indicadores estratégicos e operacionais que forneçam perspectivas sobre os percursos futuros da empresa (idem).

Aswath Damodaran, professor da Stern Business School em Nova York, autor de vários livros sobre o conceito de valorização de empresas através dos modelos financeiros clássicos reconhece como pode existir um lado negro na utilização desses modelos (2001).

²⁴ Ver Neves (ppg. 19)

²⁵ *advocate* no original

²⁶ embora valor para os clientes não seja necessariamente idêntico a valor accionista

²⁷ Downsizings

²⁸ no original *historical performance e short term targets*

Este autor defende não existirem fórmulas mágicas para criar valor. A criação de valor por uma empresa requer muito trabalho e boa organização para enfrentar ambientes organizacionais dinâmicos e competitivos. Todos os envolvidos no processo têm o seu papel, não é só um domínio do analista financeiro. Bem pelo contrário, a engenharia financeira pode ter um impacto muito menor no valor do que uma estratégia adequada, bons programas de marketing, de pessoal ou de produção (idem).

Joel Stern, é Managing Partner da Stern Stewart e Co, empresa que lançou uma popular adaptação do modelo clássico de resultado residual, sobre a designação comercial de Economic Value Added (EVA)²⁹, muito popularizado na década de 90, e autor de vários textos sobre o modelo EVA. O modelo EVA faz uma reestruturação da informação financeira obtida nas demonstrações financeiras e no mercado de ações. Aquele autor reconhece que:

”A adopção de um programa completamente articulado baseado no indicador EVA (resultado residual adaptado) onde se inclui um programa de mensuração, um sistema de gestão e também plano de incentivos empresariais em conjunto com uma operação de treino- é muitas vezes um factor crítico para o sucesso de uma empresa. Mas não é uma condição suficiente para esse sucesso. Não é surpreendente que a empresa deva também ter uma estratégia vencedora e uma organização apropriada. Um sistema de EVA sofisticado não será de grande utilidade se, por exemplo, uma empresa tem falta de uma adequada visão de Marketing, se tem um conhecimento impreciso daquilo que os seus clientes precisam, se os seus produtos têm falta de um nicho ou de alguma vantagem competitiva, ou uma boa gestão de custos.....se não consegue demonstrar que faz um trabalho melhor do que os seus rivais nos serviços aos clientes. Nem irá a empresa alcançar o desafio de EVA com uma organização disfuncional”. (Stern, Shiely, Ross (2001) ppg 27)

²⁹ referido de forma muito breve no espaço deste texto. O modelo de resultado residual obtém os seus inputs nas demonstrações financeiras e no mercado de capitais. A Stern Stewart Co propõe algumas alterações às demonstrações financeiras que violam as normas contabilísticas geralmente aceites. Por esse motivo o seu modelo é muito polémico.

Capítulo 3 – Como Procede a empresa para Criar Valor Financeiro?

3.1 Sumário do capítulo

Para se analisar a criação de valor financeiro necessita-se de uma concepção teórica de como os resultados e os fluxos monetários são gerados na empresa e daquilo que deve ser valorizado em termos monetários. Esta concepção teórica tem fortes implicações na prática de gestão.

Actualmente assiste-se ao desenvolvimento de novas formas organizacionais que atribuem maior importância aos colaboradores e às tecnologias de informação e de comunicação na criação de valor financeiro. Mas estes novos tipos de organização têm muitos aspectos comuns com empresas consideradas mais tradicionais. Os efeitos da sua gestão têm uma expressão tangível no seu resultados e fluxos monetários, assim como no seu valor monetário.

São apresentadas duas explicações recentes para o processo de crescimento empresarial, nomeadamente, o modelo do Banco Mundial (2003) que considera um conjunto mais alargado de activos, aplicável aos países e a empresas, e o modelo do capital intelectual. Nessas explicações introduz-se a importância dos colaboradores, do conhecimento e dos relacionamentos nos processos produtivos e comerciais. Aspectos bastante ignorados pelos sistemas de informação financeira tradicionais.

3.2 A Importância Fundamental das Teorias da Empresa Subjacentes às Finanças da Empresa.

Como procede afinal a empresa para criar valor financeiro? Os paradigmas têm uma importância fundamental na gestão, enquanto ciência social. No entanto, frequentemente, os paradigmas nem sequer são questionados, ou tidos em conta. (Drucker 1999). A forma como se conceptualiza a empresa, os seus objectivos, os seus recursos, os seus processos ou a sua posição competitiva, influência de forma determinante a prática de gestão.

Muitos gestores, absorvidos por aquilo a que por vezes se chama mundo real, não analisam a teoria da empresa subjacente às suas acções e decisões do dia a dia. Por este motivo, ironicamente, podem estar a seguir teorias da empresa para os quais a própria realidade do mundo empresarial está cada vez mais distante (Goshal, Bartlett e Moran 1999)³⁰. A mesma situação acontece em relação aos sistemas de reporte da empresa.

³⁰ Ver ppg. 10, os autores citam a expressão, *every living practitioner is a prisoner of the ideas of a dead theorist*.



Como foi visto no primeiro capítulo, os fluxos monetários e os resultados são determinantes na análise do valor financeiro. São também cruciais para a saúde financeira das organizações pois necessitam de receitas para pagar as suas contas e os seus encargos.

Mas como são gerados os fluxos monetários e os resultados? Qual a sua origem? Qual a sua explicação? Como consegue uma empresa gerar receitas superiores às suas despesas? Como consegue a empresa assegurar os resultados e os fluxos monetários no futuro? Estes são as grandes questões da análise do valor financeiro criado e ultrapassam bastante as dimensões meramente monetárias das organizações.

Sem dúvida que a prática de gestão de uma empresa poderá permitir aperfeiçoar a teoria sobre empresa. Porém é um facto que a prática de gestão é conceptualizada, mesmo quando os gestores actuam com base em teorias da organização, que até podem estar ultrapassadas, e nem sequer o notem³¹. Os gestores precisam de uma teoria para explicar como as suas organizações geraram resultados e fluxos monetários no passado e de como o vão fazer no futuro.

A teoria explicita ou implicitamente seguida numa determinada empresa, tem importantes implicações práticas³². Conduz os gestores à tomada de decisões estratégicas e operacionais de grande impacto no valor financeiro. Isto é particularmente importante quando novas formas organizacionais se desenvolvem e quando se assumem novos paradigmas empresariais, mais baseados nos serviços e em tecnologias da informação. Mas é igualmente aplicável às empresas de sectores considerados tradicionais. Peter Drucker, em 1990, definia do seguinte modo a importância da conceptualização teórica de uma fábrica (Drucker 1990 ppg 102):

“... definir uma fábrica é muito mais do que um exercício teórico ou semântico. Tem consequências práticas imediatas no desenho da planta, na localização, na dimensão, ou nas actividades que vão ser desenvolvidas num determinado complexo produtivo, e até na dimensão do investimento e nos locais a investir”

Num artigo no Journal of Finance, Louis Zingales (2000), professor da Universidade de Chicago, defende que as finanças da empresa (corporate finance) estudam a forma como a empresa é financiada. Para esse efeito é necessário uma teoria da empresa subjacente. Muitas vezes, mesmo sem darem conta, os autores financeiros, ou os gestores, conduzem a sua actividade em função de uma determinada teoria da empresa, que fornece a definição daquilo que é a empresa, e de quais os seus objectivos.

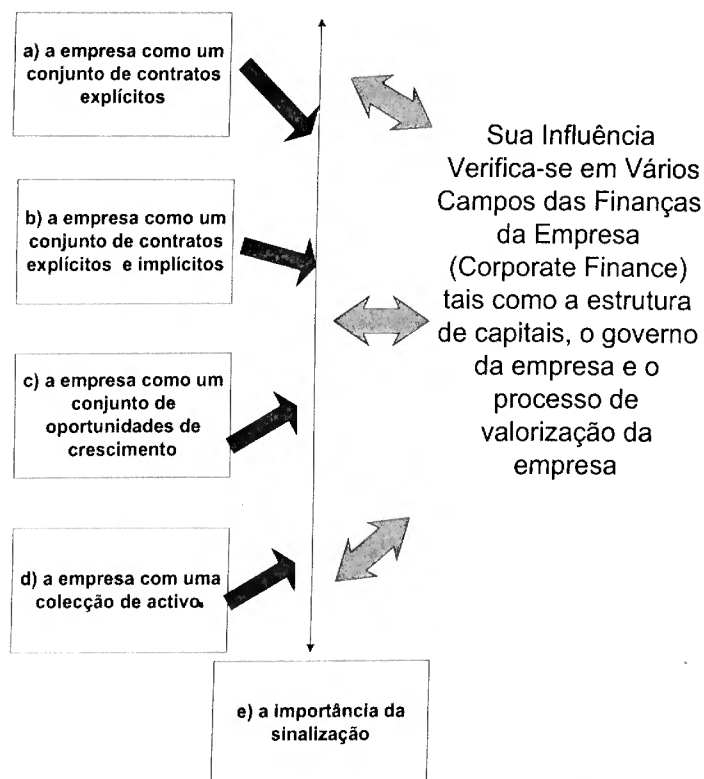
Este autor identificou algumas teorias da empresa que, segundo ele, têm fornecido a base clássica dos modelos, dos estudos e dos trabalhos teóricos de finanças da empresa (corporate finance). São teorias que têm fornecido uma base intelectual importante e útil. Contudo, poderão ser insuficientes para compreender as empresas actuais.

³¹ Ver Zingales 2000

³² Tal como colocou Albert Einstein: “nada mais prático do que uma boa teoria” (Citado por Beckman 1999 ppg 1- 6)

Essas quatro teorias clássicas, que segundo Zingales (2000), tem servido de base as finanças da empresa são: **1)** a empresa é um conjunto de contratos explícitos, **2)** empresa é um conjunto de contratos explícitos e implícitos **3)** a empresa é um conjunto de oportunidades de crescimento e **4)** a empresa é uma colecção de activos. **5)** em complementaridade, Zingales (2000) pronuncia-se sobre a importância da sinalização, ou seja da informação comunicada pela empresa ao público, que segundo ele, toma como referencia a teoria da empresa subjacente que é seguida, quer pela empresa, quer pelos interessados na informação. Os efeitos das teorias referidas são identificáveis em campos importantes das finanças de empresa tais como a estrutura de capitais, o governo ou a valorização da empresa.

**Teorias Clássicas da
Empresa que Têm Estado
Subjacentes às Finanças da
Empresa
(Corporate Finance)**



Adaptado de
Zingales (1998)

Os tipos de empresa conceptualizados por essas teorias são as organizações que emergiram no início do século XX. Nomeadamente, as grandes fabricas, onde era feita uma utilização intensiva dos activos físicos. Com uma integração vertical muito acentuada. Com um controlo muito apertado sobre os empregados. E com uma estrutura de poder muito centralizada. As suas fronteiras eram claras e suficientemente estáveis. Por esse motivo,

podiam-se considerar as fronteiras da empresa como variáveis irrelevantes nas escolhas das decisões financeiras. Os modelos podiam ser desenhados sem referência à teoria subjacente da empresa.

Actualmente isso deixou de ser possível. Aquela formulação está distante da realidade de muitas empresas. A natureza da empresa tem-se alterado. As pessoas e os seus contributos, emergem como o recurso mais importante das empresas. Talvez as pessoas fossem já recursos também importante nas grande fábricas do início do século XX, mas não eram consideradas como o mais importante.

Os grandes conglomerados de hierarquia rígida, têm evoluído para sistemas organizativos com maior descentralização e autonomia dos empregados. Existe uma grande interacção da empresa com o seu meio envolvente. Isto reflecte-se, obrigatoriamente, na ausência de clareza ou de estabilidade das fronteiras da empresa. A empresa interage de forma dinâmica com clientes, fornecedores, concorrentes, etc. As decisões de investimento, operacionais ou de financiamento da empresa podem ter efeitos sobre as fronteiras da empresa. A interacção entre a teoria da empresa e as finanças da empresa *"tornou-se tão íntima que responder a questões fundamentais na teoria da empresa se torna um pré requisito para qualquer avanço futuro nas finanças da empresa (corporate finance)"* (Zingales (2000) ppg. 1624) .

Do mesmo modo, quando os gestores comunicam informação ao público, precisam de uma teoria da empresa subjacente, sobre a qual organizem os registos informativos a apresentar.

Existem muitos estudos sobre os efeitos da sinalização dos gestores ao mercado de capitais e ao público, pois as comunicações que os gestores fazem sobre a sua organização pode ter efeitos sobre o valor financeiro da empresa. Zingales (2000) defende que a sinalização ao mercado através das informações fornecidas pela empresa, está dependente da uma teoria subjacente da empresa. Os gestores fazem comunicações ao mercado de acordo com a sua teoria da empresa, e de acordo com a teoria da empresa que julgam que o mercado tem.

3.3 A emergência de uma nova concepção de empresa

Uma concentração da atenção do desempenho empresarial, somente, nos activos físicos e nos fluxos monetários pode ignorar componentes vitais das organizações no processo de criação de valor. Nomeadamente, as pessoas envolvidas no processo e os seus contributos intangíveis. Bill Gates, fundador da Microsoft, lamentou-se que: *"Our primary assets, which are our software and software developing skills, do not show up on balance sheet at all"* (citado por Mayo 2001, ppg. 28).

O caso de estudo da empresa publicitária britânica Saatchi & Saatchi é muito citado dentro deste âmbito (ver Sveiby 1997, Zingales 2000 e Daum 2003). Esta empresa, foi fundada por dois irmãos de apelido Saatchi e devido ao seu êxito o preço das suas acções obteve um grande crescimento entre 1976 a 1986. Era tida como uma das empresas

publicitárias de maior sucesso mundial nos anos 80. Devido ao processo de financiamento da empresa os dois irmãos deixaram de deter a maioria do capital.

No final dos anos 80, após alguns conflitos com os maiores accionistas, o gestor e fundador da empresa, Maurice Saatchi, auto remunerou-se a si e aos seus colegas de direcção com um pacote de opções muito generoso. Os gestores de fundos de pensões, que controlavam 30% das acções, ficaram furiosos. As acções da empresa tinha tido um mau desempenho nos últimos tempos. Vetaram o plano de remuneração na assembleia geral em conjunto com outros accionistas. O gestor, e fundador da empresa, ficou indignado. Saiu da empresa com alguns colaboradores. E fundaram uma outra empresa, a M. e C. Saatchi. Essa nova empresa foi depois desviar grande parte das contas de clientes da anterior empresa. Isso fez diminuir o volume de negócios da empresa.

Ao desviar pessoal qualificado e consequentemente contas de clientes que eram geridas e dinamizadas pelo pessoal qualificado, Maurice Saatchi afectou importantes elementos no processo de geração dos resultados e dos seus fluxos monetários da anterior empresa e que devem ser tidas em conta no apuramento do valor monetário de uma empresa. Tal foi o dano causado pela saída do pessoal qualificado e que geria o relacionamento com os clientes, que a anterior empresa, posteriormente, mudou o seu nome para Cordiant. A anterior empresa deixou sequer de ser a empresa onde trabalhavam os irmãos Saatchi.

Importa salientar que existem, hoje em dia, diversas empresa como a Saatchi e Saatchi, pouco dependentes dos activos físicos e bastante assentes no contributo dos seus colaboradores. Os empregados são os recursos cruciais. Torna-se necessário, portanto, saber identificar com clareza qual a empresa que está a ser financiada, gerida e valorizada.

É interessante analisar comparativamente as características comuns da empresa tradicional, com as grandes alterações recentes observáveis no mundo empresarial (Zingales 2000). A empresa tradicional tem como características:

- a) Explorar economias de escala e de gama no seu processo produtivo. E ser altamente integrada em termos verticais (sistema de pirâmide);
- b) ter um elevado grau de controlo sobre os seus empregados em que a tomada decisão é tomada nos níveis superiores³³ de forma bastante centralizada;
- c) a grande dimensão da empresa baseada no uso de activos físicos intensivos, como fabricas, máquinas, etc. faz com que necessite de grandes investimentos. Uma vez que necessita de investimentos elevados, requer um nível elevado de financiamento de montante superior à capacidade financeira e ao nível de risco que pode assumir a gestão da empresa. Deste modo, a empresa é normalmente detida por investidores dispersos;
- d) a concentração de poder no topo da organização, em conjunto com a separação de poderes entre a propriedade e o controlo da empresa faz com que os gestores actuem

³³ com referência ao sistema de pirâmide



como agentes dos accionistas (proprietários), da qual podem decorrer eventuais conflitos de interesses, que constituem um dos grandes problemas de governo das empresas no presente.

Actualmente são observáveis três grandes alterações no modo de funcionamento das empresas:

i) Os activos físicos, como as fabricas, as máquinas, etc., que costumavam ser a grande fonte de rendimentos, foram-se tornando menos únicos, menos distintivos e oferecem fontes de rendimento menores.

ii) O aumento da competitividade empresarial a nível mundial tem aumentado as necessidades de inovação de produtos e de processos. Tem aumentado também a exigência de qualidade. Isto implica o aumento da importância daquilo a que Zingales (2000) denomina por *capital humano*, as pessoas e os seus contributos.

Actualmente existem organizações tão exclusivamente assentes nas novas tecnologias, em estruturas de pessoal flexíveis e na Internet, que por vezes são denominadas de organizações virtuais (FASB 2001). Mas, tal como as outras organizações, estas organizações também requerem trabalho humano para criar valor financeiro.

iii) Na medida em que aumenta a importância das pessoas e dos seus contributos, as empresas ficam mais fragilizadas por duas razões: a) a facilidade de acesso ao financiamento aumenta as opções dos empregados fora da empresa, b) a abertura de um mercado cada vez mais global origina espaço para muitos fornecedores independentes.

As pessoas e os seus contributos, foram sempre importantes na criação de valor financeiro. Por exemplo, na agricultura antes da revolução industrial. A produtividade do agricultor já dependia do seu conhecimento sobre as sementes, as terras, ou as épocas certas das colheitas. O mesmo acontecia com a máquina a vapor surgida na primeira revolução industrial. A sua capacidade de criação de riqueza foi em muito potenciada pelas inovações que lhe foram introduzidas para a produção de bens e serviços, que iam desde o motor de barcos de passageiros ou de transporte até à força motriz de máquinas fabris. Além disso, a criação de riqueza estava dependente da venda desses mesmos produtos e serviços feitas por vendedores, comissionistas, promotores etc.

O advento recente das tecnologias da informação, tais como computadores, a internet, telefones, impressoras, software, etc. teve importantes impactos na produtividade das organizações. Brad DeLong³⁴, economista da Universidade da Califórnia em Berkeley, considera que "as tecnologias da informação e a internet aumentam o poder do cérebro tal como as tecnologias da revolução industrial amplificavam o poder dos músculos". Mas isto não significa que a denominada "nova economia", assente sobretudo em tecnologias da informação, não obedeçam às leis económicas antigas.

³⁴ Citado pela revista The Economist 2000

As empresas necessitam de lucros e de fluxos monetários positivos para serem viáveis a longo prazo. Caso contrário tornam-se insolventes e deixarão de poder pagar as suas dívidas. A emergência de uma nova concepção da criação de valor financeiro por parte da empresa deve ser adaptável não exclusivamente a empresas identificadas com a “nova economia”, por estarem assentes nas tecnologias da informação, mas ao conjunto de todas as organizações onde existam processos de criação de valor financeiro.

3.4 Algumas explicações recentes para o crescimento empresarial

Quando se fala em actividade económica a maioria das pessoas imagina uma fábrica, com matérias primas e empregados a entrar por um lado, um processo produtivo pelo meio, e um produto a sair pelo outro lado (Romer 1998).

Esta imagem é restritiva. Concentra-se na fase do processo produtivo de aplicação do conhecimento sobre como produzir. Ignora uma primeira parte do processo onde se descobrem as instruções de como produzir. Nesta primeira fase identificam-se novas ideias, novas descobertas e processos de inovação. Um país, ou uma empresa podem ter falta de recursos ou de activos físicos, como dinheiro, máquinas, fábricas, etc., mas podem também ter carências importantes a nível de ideias. As carências a nível de activos físicos têm sido mais estudadas e formalizadas e não deixam de ser importantes. Alguns economistas e gestores dissidentes em relação aos modelos neo clássicos de crescimento têm evidenciado a importância das ideias na criação de valor (Romer 1998, 1997, 1996).

Não basta considerar os inputs produtivos como matérias primas, materiais físicos, dinheiro e pessoas. Veja-se o caso do computador. Basicamente é feito com as mesmas matérias primas com que era feito à cinco anos atrás, nomeadamente, fios, plásticos, alumínio, cobre etc.. Contudo, as empresas do sector conseguiram reorganizar o seu sistema, tornando o computador muito mais rápido e apto, aumentando em muito a sua capacidade operativa. As ideias, as normas de como operar ou as formulas são um elemento de ligação entre as pessoas e as tecnologias (idem)

Vão ser apresentadas duas explicações recentes para compreender um pouco melhor o crescimento dos resultados e dos fluxos monetários das empresas. E que podem servir como base de valorização monetária de uma empresa. Em primeiro lugar, um modelo publicado pelo Banco Mundial, onde se sintetizam as explicações para o crescimento de teorias económicas que se preocupam em introduzir a informação e o conhecimento como factores produtivos. Em segundo lugar, o modelo de valor de uma empresa dos autores do Capital Intelectual, onde se procuram identificar recursos considerados intangíveis das empresas, como fonte importante de valor financeiro.

3.4.1 Um conjunto mais alargado de activos. O modelo do Banco Mundial 2003

Todas as organizações humanas lidam com informação e com conhecimento. Seja nas suas actividades operacionais, nos seus processos produtivos, seja em relação aos seus clientes, à sua força de trabalho, aos seus competidores, aos seus proprietários, aos seus financiadores, etc.. Não é de forma alguma um exclusivo das empresas de tecnologias da informação, apesar destas empresas assumirem a informação como o seu principal negócio. Não é sequer um fenómeno dos últimos anos. A informação sempre esteve presente nas actividades dos seres humanos. As descobertas primitivas do fogo, da roda, ou das armas de caça são conversíveis em informação, tal como as demais invenções posteriores.

Contudo, a identificação recente do papel da informação e do conhecimento no processo produtivo e na economia, é uma revolução conceptual de enorme importância. Tem importantes efeitos. Tal como refere Stiglitz (2000 - adaptado), é talvez uma das maiores rupturas com o passado das ciências económicas e empresariais, e, deixa grande espaço para trabalhos futuros. Actualmente é amplamente aceite que a informação é imperfeita, que obter a informação tem custos, que existem assimetrias importantes de informação e que essas assimetrias são afectadas pelas acções das organizações e dos indivíduos. Este reconhecimento afecta profundamente o suporte da sabedoria tradicional donde se obteve a caracterização da economia de mercado. Esta identificação do papel da informação e do conhecimento fornece explicações para fenómenos económicos e sociais que, de outra forma, seriam difíceis de compreender.

A modelização da importância da informação no processo produtivo não deve ser confundida com o desenvolvimento das tecnologias da informação. A modelização da informação tem vindo a ser desenvolvida no último quarto de século (Stiglitz 2000), ou seja, antes da introdução em grande escala das recentes tecnologias da informação nas empresas e da Internet³⁵.

Em particular, uma das grandes rupturas com o passado das ciências económicas ocorre com a introdução da informação e do conhecimento como variáveis que devem fazer parte dos modelos de crescimento económico (variáveis endógenas) e não como variáveis exteriores aos modelos (variáveis exógenas) como ocorria nos modelos económicos clássicos (ver por exemplo Guellec e Ralle 1997)

Não basta identificar por uma lado as pessoas, e pelo outro o dinheiro e os recursos físicos das organizações. Existem factores de ligação muito importantes no processo de crescimento e de criação de riqueza, que estão em falta nesta caracterização. Nesses factores inclui-se o conhecimento e informação, onde se encontram as ideias, os processos, as fórmulas ou os métodos de produzir e/ou de comercializar. O conhecimento explícito

³⁵ Por exemplo, no ano de 1961, muitas décadas antes do advento da Internet, Stigler escrevia, "One should hardly tell academicians that information is a valuable resource: knowledge is power. And yet it occupies a slum dwelling in the town of economics. Mostly it is ignored: the best technology is assumed to be known; the relationship of commodities to consumer preferences is a datum. And one of the information producing industries, advertising, is treated with hostility that economists normally reserve for tariffs or monopolists"

não se confunde com as pessoas que o criam ou utilizam. Existe conhecimento que não é transferível das pessoas para a organização³⁶.

Neste sentido, vêm sendo feitas propostas de se considerar um conjunto mais alargado de activos do que aqueles que têm sido considerados pelos sistemas de reporte financeiro tradicionais. Os sistemas de reporte financeiro tradicionais estão fundamentalmente focados nos activos físicos e monetários da empresa, deixando espaço para um número reduzido de activos intangíveis.

Durante o ano de 2003, o Banco Mundial (The World Bank 2003) publicou um relatório sobre o desenvolvimento sustentado dos países num mundo dinâmico. Identifica, para esse efeito, a necessidade de gestão de um conjunto superior de activos do que aqueles que têm sido considerados tradicionalmente. Podem daí ser retirados consequências importantes relacionados com as empresas.

Nesse documento defende-se que o desenvolvimento sustentado dos países está relacionado com o bem estar dos seres humanos ao longo do tempo. O conceito de uma *vida boa, uma vida de bem estar*, é subjectivo. Varia de indivíduo para indivíduo. Mas existem elementos comuns com os quais a maioria das pessoas concorda, nomeadamente, a auto estima, a possibilidade de desenvolvimento pessoal, a educação, a saúde, o bem estar físico, bom ambiente natural, etc.

A capacidade da sociedade melhorar o bem estar das pessoas depende das escolhas feitas por indivíduos, empresas, comunidades e governos sobre como usar e transformar os seus activos. Activos diferentes devem ser geridos de forma diferentes.

O desenvolvimento sustentável não deve ser analisado apenas em termos de produto económico. Segundo o relatório do Banco Mundial (2003), as definições mais recentes de desenvolvimento sustentado assentam em três pilares, 1) económico, 2) ambiental e 3) social. Ou seja, o desenvolvimento sustentado não pode ser medido apenas em termos de output económico (exemplo PIB). O conceito de desenvolvimento sustentado é ainda algo indefinido. Deve-se proceder com precaução. Importa saber gerir os riscos entre diferentes opções e as acções humanas sobre ecossistemas complexos. Podem estar associados níveis de incerteza consideráveis. Os três pilares estão profundamente interrelacionados.

Tal como está patente no relatório, e é adaptável em relação à necessidade de se considerar um número maior de activos do que aqueles que têm sido considerados pelos sistemas de reporte financeiros clássicos, *“There are many important things that are not*

³⁶ No exemplo do fabrico de um carro, existem matérias primas como aço, plástico, vidros, espuma, tinta etc. Existem fábricas e máquinas. Existem recursos financeiros. E existem pessoas envolvidas. Engenheiros, especialistas de marketing e de design que concebem a forma de produzir o carro. Directores de produção que dominam o conhecimento sobre como produzir. Operários que conhecem as suas tarefas de produção etc. As ideias, e o conhecimentos de produção não se confundem com as pessoas que o utilizam se estiverem transformados em conhecimento explícito e transferível. Novas tecnologias para o carro, novas formas de produzir ou de vender, novos métodos, novas receitas, são cruciais para o crescimento da empresa que produz o carro. Veja-se a evolução que a indústria automóvel teve desde o início do século XX, quando predominava o Ford T, do qual apenas existia modelo em negro.

measurable, but in general, people value what they measure. One of the biggest challenges is how to measure all our assets and our progress toward sustainable development.” (Banco Mundial (2003), ppg. 15). É muito importante notar como as actividades com vista a melhorar a gestão dos activos disponíveis, não precisam de aguardar a resolução do debate sobre como se define e mede a sustentabilidade. Mas requerem uma compreensão de quais os activos que são importantes para esse efeito.

A capacidade de cada sociedade conseguir alcançar os requisitos de Bem Estar (Well Being) dos indivíduos depende do nível e da qualidade do conjunto de activos disponíveis e da forma como esses activos são usados. O Banco Mundial (2003) apresenta um modelo com cinco grupos de activos, que também é aplicável às empresas:

1- Activos Humanos: consistem nas capacidades, os talentos, e as competências dos indivíduos, assim como as ofertas de educação e de saúde,

2- Activos Naturais: quer sejam renováveis ou não renováveis. Estes activos têm funções fundamentais, pois em primeiro lugar entram como *inputs* no processo produtivo e na utilidade (ex.: florestas, minas, água, correntes naturais). Em segundo lugar, têm funções de acomodação do output não utilizável na produção e no consumo (ex: água que recebe a poluição, aterros de desperdícios etc.). Em terceiro lugar, e mais importante, a Natureza tem funções importantes em relação à vida e ao bem estar das pessoas. Até hoje, apesar de todos os avanços tecnológicos ainda não foram encontradas formas de substituir completamente os serviços prestados pela Natureza por activos criados pelos Humanos,

3- Activos Produzidos pelos Humanos: produtos físicos criados, particularmente aqueles que são usados na produção, tais como máquinas, os equipamentos, as construções, as redes físicas, mas também os activos financeiros,

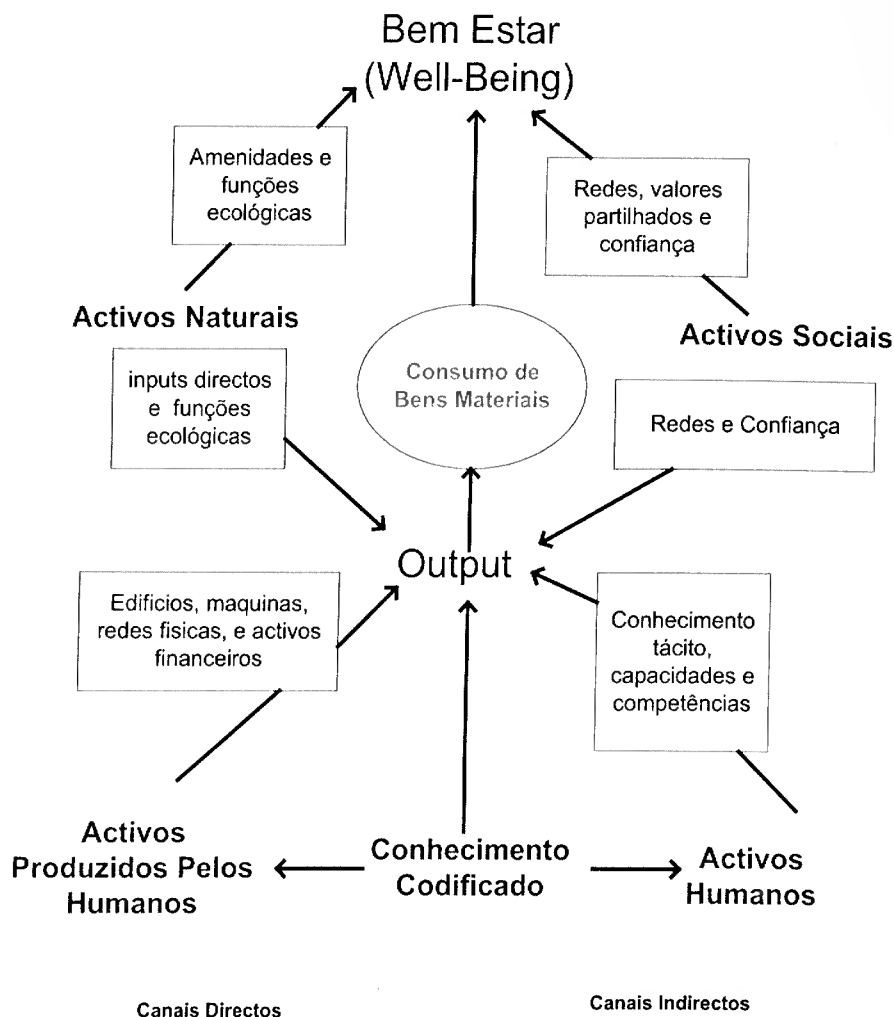
4- Activos do Conhecimento: inclui o conhecimento codificado, que é facilmente transferido através do espaço e do tempo (ao contrário do conhecimento tácito, que é inerente à experiência dos indivíduos ou julgamento aprendido e que não é facilmente transferível),

5- Activos sociais (relacionais): confiança interpessoal e redes, assim como a compreensão e os valores partilhados que surgem a partir daí - em que se facilita a cooperação intra e inter grupos.

Existem limites à substituição entre activos e podem ocorrer consequências muito prejudiciais de se ignorar a complementaridade entre activos.

São portanto conceptualizados activos aos quais se reconhece grande importância no desenvolvimento sustentado quer dos países quer das empresas, mas que são amplamente ignorados pelas demonstrações financeiras tradicionais.

Modelo do Banco Mundial (2003) sobre como os activos de uma sociedade permitem alcançar o Bem Estar



Adaptado de The World Bank
Report (2003) "Sustainable
Development in a Dynamic
World"

Este modelo pode ser adaptado também às empresas. Em relação aos activos apresentados neste modelo os sistemas de reporte financeiro incidem sobretudo nos activos produzidos pelos humanos (onde também se incluem os recursos financeiros). Contemplando alguns activos naturais se detidos pela empresa e um numero muito limitado de activos do conhecimento codificado ou sociais.

Nos sistemas de reporte financeiros são amplamente ignorados tanto as pessoas como o que aqui se identifica como activos do conhecimento ou activos sociais. São também ignorados os activos naturais quando têm a natureza de bens públicos³⁷.

³⁷ não detidos pela empresa

Como tem sido argumentado ao longo deste texto, apesar de as pessoas poderem ser considerados recursos é muito discutível considerar as pessoas como activos. As pessoas são seres humanos. Não são propriedade de um país ou de uma empresa. Para além disso é o trabalho das pessoas que dinamiza os outros activos do modelo. As pessoas prestam serviços que são intangíveis. E são muito importantes no processo dinâmico de criação de valor financeiro. Apesar disso não aparecem contempladas enquanto tal neste modelo.

A introdução do conhecimento codificado e dos activos sociais é uma das grandes rupturas com modelos clássicos anteriores. Os activos sociais também podem em parte ser transformados em informação e conhecimento³⁸. Deve ser reconhecido o seu papel na produtividade empresarial. Permitem explicar a importância da inovação e do bom relacionamento na criação de riqueza.

Mas nem tudo é simples. Um pouco mais a frente, será explicada a dificuldade em se saber o que são exactamente o conhecimento e a informação, e como tal compreender como este se podem reflectir nos resultados e nos fluxos financeiros da empresa, bem assim como podem ser valorizados.

Pressupõe-se que o conhecimento e a informação são intangíveis, mesmo quando aparecerem expressos sobre uma substância física como por exemplo um livro, uma patente ou uma base de dados. Por agora importa notar três características muito importantes que distinguem o conhecimento e a informação dos activos físicos. As três características são i) ausência de escassez, ii) não rivalidade³⁹ e iii) não exclusão⁴⁰ (Romer 1998, Banco Mundial 2003 e Guellec e Ralle 2001)

i) ausência de escassez: Ao conhecimento e a informação não se aplicam as mesmas características de escassez que existem em relação aos activos físicos. De facto existe um potencial imenso para descobrir novas coisas. Ao contrário por exemplo do petróleo em que as reservas são limitadas ou os recursos financeiros que podem ser escassos. As empresas têm de ter em conta os empregados e considerá-los como trabalhadores do conhecimento. Esta característica é muito importante. Abre novas perspectivas em relação ao crescimento. Imagine-se uma linha de montagem fabril com 20 passos. São possíveis imensas combinações possíveis no seu processo. Mas, mais uma vez, é preciso ter em conta que o crescimento requer recursos físicos, recursos financeiros e recursos humanos adequados.

ii) Não rivalidade - Ao contrário dos activos físicos, o número de pessoas que pode usar a informação e o conhecimento é quase infinito. Vejam-se os exemplos de serviços de software concretos de email ou de jogos de xadrez gratuitos na Internet financiados pela publicidade. Quanto mais utilizadores tiverem mais valiosos se tornam. Retomando o exemplo da linha de montagem fabril com 20 passos, após formação adequada qualquer operário pode desempenhar a sua função. Ao contrário por exemplo de um activo físico (por exemplo um camião de mercadorias só pode ser guiado numa rota de cada vez) Esta

³⁸ mas não totalmente

³⁹ *non rival*

⁴⁰ *non excludable*

característica tem também fortes implicações: i) Pode-se gerar um grande valor por replicar boas ideias e beneficiar muitas pessoas ii) Do ponto de vista da economia mundial esta perspectiva é muito mais optimista do que a perspectiva tradicional.

Por exemplo George Eastman desenvolveu uma grande empresa, a Kodak, por não deixar o invento da kodachrome, limitado à cidade de origem, Nova York. Bill Gates, fundador da Microsoft, uma das maiores empresas mundiais, não limitou as suas criações dos programas DOS ou Windows à cidade de Washington.

iii) Não exclusão- A informação e o conhecimento podem ser difíceis de controlar. De restringir o seu acesso a outros. Podem estar mais ou menos dependente dos seus utilizadores, ou podem ser alvo de cópia. Por vezes podem ser defendidos por patentes e copyright, ou por secretismo. E quando não podem ser defendidos não podem ser considerados como propriedade da empresa. Ao contrário, por exemplo, de uma máquina adquirida pela empresa e registada em seu nome.

Tem-se assim reconhecida a importância das pessoas e de activos de características intangíveis bastantes distintas dos activos físicos, que não aparecem expressos nos sistemas de reporte financeiro clássicos das empresa. Mas talvez o mais importante destes recursos seja como se reflectem e influenciam o processo de geração de resultados e de fluxos monetários da empresa, e como podem ser valorizados em termos monetários quando integrados no valor da empresa. São questões difíceis de resolver.

Tal como frisa Theodore Levitt (2002), professor de Marketing da Harvard Business School, a criatividade não é suficiente. Numa organização não basta ter-se boas ideias. É preciso distinguir o processo relativamente simples de ser-se criativo em abstracto do processo infinitamente mais difícil de se ser inovador em concreto. A organização precisa de ter capacidade de aproveitar as boas ideias, e existem ideias desadequadas para a organização. As ideias não têm utilidade se não forem usadas. A prova do valor das ideias está na sua implementação. *“Até essa altura as ideias estão no limbo”*.

3.4.2 Modelo de Capital Intelectual

Uma corrente de pensamento recente tem produzido textos científicos e trabalhos de aplicação prática nas empresas sob a égide de um conceito denominado capital intelectual das empresas. Esta corrente⁴¹ procura contribuir com uma nova explicação para o processo de criação de valor financeiro. Que seja mais rica do que a mera análise dos activos físicos e dos fluxos financeiros da empresa.

Em ruptura com os modelos anteriores, atribui maior importância aos recursos intangíveis da empresa⁴². Que considera frequentemente ignorados pelos sistemas de reporte financeiros tradicionais da empresa.

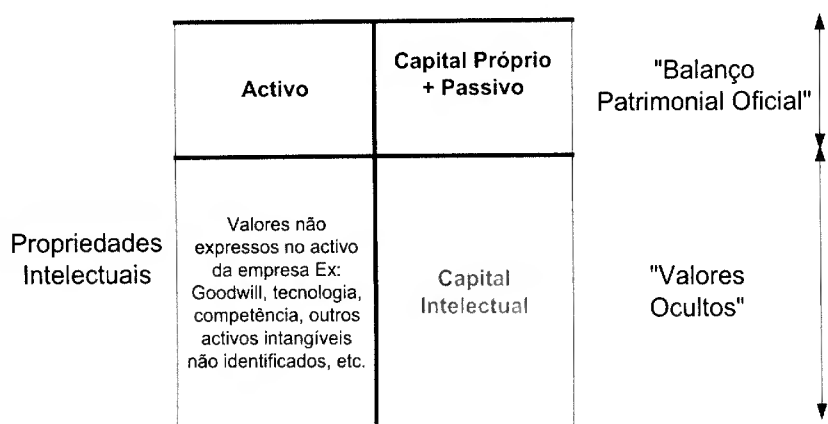
⁴¹ Como autores pioneiros desta corrente são considerados, Leif Edvinson e Karl Sveiby, autores suecos, e Thomas Stewart, autor americano (Mayo 2000). Observa-se actualmente um grande desenvolvimento de trabalhos no seu âmbito.

⁴² O conceito de recursos da empresa já aparecia em Penrose (1959), A partir dos anos 80 desenvolveu-se na gestão uma Resource Based Theory, onde se defende que a vantagem competitiva das empresas não é

A formula de valorização monetária de uma empresa segundo esta corrente é encontrada por:

$$\text{Valor Monetário da Empresa} = \text{Capital Financeiro} + \text{Capital Intelectual}$$

O capital financeiro, é obtido pela soma do passivo com o capital próprio⁴³. O capital intelectual é uma mescla de valor oculto da empresa que pode ser capturada pelo capital próprio. É um capital não financeiro, e representa a diferença entre o valor de mercado e o valor contabilístico. O capital intelectual precisa de ser identificado por informação suplementar de cariz não financeiro. (Edvinsson e Malone 1998). Os gestores e os empregados da empresa são vistos como investidores do seu capital intelectual ao serviço da empresa.



Adaptado de Edvinsson e
Malone 1997, 1998

Por vezes, alguns dos textos desta corrente ambicionam explicar, através deste sistema de valorização monetária da empresa, a diferença entre o valor das acções da empresa no mercado de capitais e o registo contabilístico da empresa. Insinua-se que o mercado de capitais consegue avaliar o capital intelectual da empresa. Isso foi mais frequente durante o período de grande subida bolsista da década de 90. Mas ainda se encontra patente em alguns textos recentes (ver por exemplo Daum 2003).

O preço das acções é um dos pilares da riqueza dos accionistas. Mas é preciso ter presente que o preço das acções depende de alguns factores independentes da empresa (exemplo PIB, taxas de juro, pressão negocial no mercado de capitais, etc.). Factores como

alcançada apenas com combinações de produtos e mercados, mas antes, pelos diferentes recursos da empresa (ver Wenerfield 1984 e Barney 2001). Dentro dos autores do capital intelectual está muito presente o conceito de que os recursos intangíveis da empresa são fontes de vantagem competitiva.

⁴³ Ou seja idêntico ao activo contabilístico

quedas bolsistas abruptas, a volatilidade diária dos títulos, ou a liquidez relativa dos títulos, põem em causa a capacidade de avaliação do valor monetário da empresa por parte do mercado de acções em todos os momentos do tempo.

Aliás, ao se criarem novos indicadores de valor financeiro como fazem alguns trabalhos desta corrente, tem pouca lógica defender que o mercado de capitais já conhecia indicadores que antes não existiam.

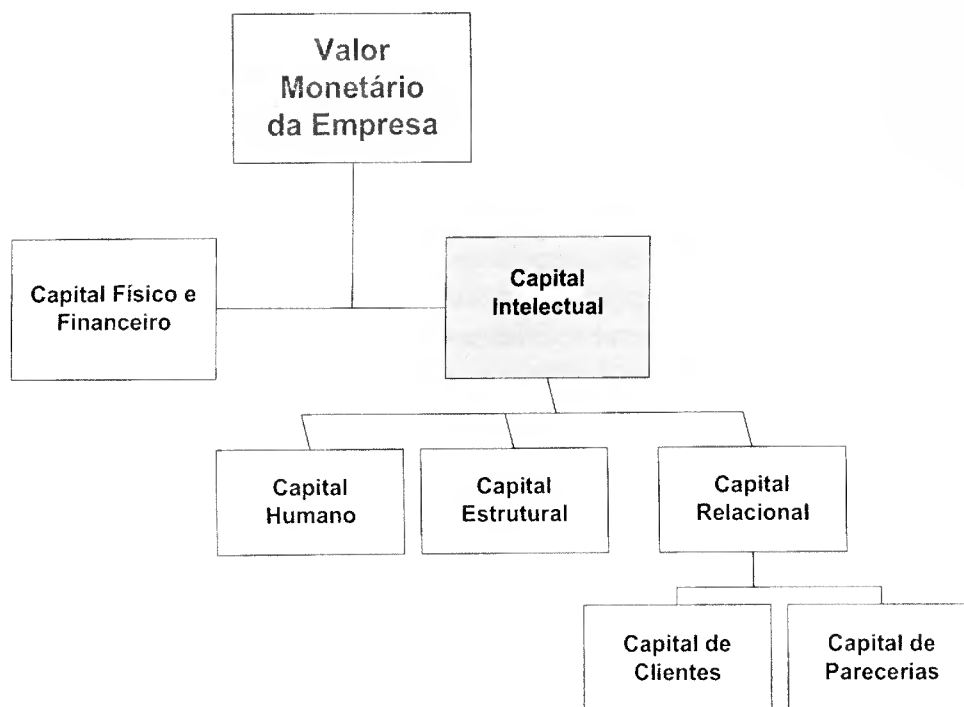
Contudo, extraindo-se do sistema de valorização da empresa, a analogia entre este sistema de valorização através do modelo do capital intelectual e o valor das acções no mercado de capitais, podem ser encontrados neste modelo alguns aspectos importantes relacionados com a criação de valor financeiro numa empresa. Identificam-se elementos importantes na geração de fluxos monetários e de resultados e consequentemente no valor monetário da empresa, que, porém, são invisíveis para os sistemas de reporte financeiro tradicionais. E reconhece-se a importância do contributo dos colaboradores da empresa no processo de criação de valor financeiro.

Em termos gerais, esta corrente não procura substituir os indicadores financeiros, que têm muitos anos de existência. Procura antes complementá-los. O valor do capital financeiro pode ser encontrado, de forma aproximada, pelo balanço patrimonial, onde se encontram os activos físicos (exemplo máquina, viaturas, terrenos, instalações, mercadorias) e os activos financeiros (disponibilidades monetárias, contas a receber, etc.). Como capital intelectual compreende-se a componente não física e não financeira do valor da empresa⁴⁴.

Entre diferentes autores do capital intelectual, existem algumas divergências de pormenor na tipificação das componentes do capital intelectual. Mas existe algum consenso entre eles sobre a forma genérica de identificar o valor monetário da empresa. O seguinte modelo de síntese é baseado nos textos de diferentes autores. (Designadamente, Edvinson e Malone (1998), Sanchez, Chaminade e Olea (2000), Sveiby (1996), Daum (2003), Mayo (2001), e Stewart (1998)).

⁴⁴ Contudo, no balanço existem também alguns activos intangíveis como por exemplo patentes, despesas de I & D, etc. E algumas rubricas de receitas e de custos são inerentes aos recursos intelectuais da empresa o que complica o problema (ver próximo capítulo).

Modelo sintético para explicação do valor monetário da empresa



Adaptado de Edvinsson e Malone (1998), Sanchez, Chaminade e Olea (2000), Daum (2003), Mayo (2001), e Stewart (1998)

1- Capital humano, é o elemento do valor inerente aos colaboradores da organização que nunca é detido pela empresa. As pessoas comprometem-se a entregar à organização o seu trabalho, o seu empenho, a sua capacidade técnica, a sua motivação, o seu conhecimento, etc. As organizações existem por serem constituídas por pessoas que trabalham em conjunto. As pessoas são a principal fonte de inovação e de novas ideias.

O capital humano só pode ser preservado se os gestores e os empregados fizerem constantemente a melhoria das suas capacidades e o desenvolvimento de novas capacidades. Isto não é só do interesse vital da empresa mas também do interesse vital dos gestores e dos empregados que são donos do seu capital humano (Daum 2003). Mas o capital humano é mais do que a soma das capacidades dos indivíduos, envolve também a forma como trabalham em conjunto e como se relacionam com o interior e o exterior da organização (Mayo 2000).

Existem várias formas de descrever o capital humano. De acordo com a tipologia da Skandia Insurance, são definidos três subcomponentes (Edvinsson e Malone 1998),

- i) valores⁴⁵,
- ii) competências⁴⁶ e
- iii) relacionamentos⁴⁷.

Uma outra sistematização apresentada por Mayo 2001, defende que para combinar o capital humano dos indivíduos é necessário gerir,

- i) o capital social,
- ii) o capital emocional,
- iii) o capital de relacionamento⁴⁸ e
- iv) o capital de conhecimento.

2 Capital estrutural, está relacionado com a identificação do valor dos conhecimentos e demais recursos intelectuais internos da organização que os trabalhadores deixam na empresa quando vão para casa no final do dia. Nele se incluem aspectos como os processos, os modelos, as ideias explícitas entregues à empresa, os sistemas operacionais, os sistemas administrativos, as metodologias, as patentes, os programas, as bases de dados, etc..

Indivíduos inteligentes e capazes não fazem necessariamente empresas inteligentes e produtivas. As pessoas precisam de interagir entre si, são necessários fluxos adequados de conhecimento entre os elementos da empresa. Se o grupo não é inteligente no seu todo não existe brilhantismo colectivo. O verdadeiro conhecimento líder e as inovações advêm da interacção de conhecimento entre colaboradores e da partilha de ideias e experiências. Para isso são necessários infra-estruturas organizacionais, processos adequados, cultura da empresa que estimule a inovação, etc. (Daum 2003).

O capital estrutural pode ser subdividido em i) capital organizacional ii) capital de inovação e iii) capital de processos. (Edvinsson e Malone em 1998).

3 Capital relacional refere-se ao valor da empresa inerente ao seu relacionamento, quer com os seus clientes (a), quer com os seus parceiros de negócios (b).

a) Capital de clientes⁴⁹. Está relacionado com os activos intangíveis que fazem com que pessoas exteriores à organização comprem produtos da organização, e nele se incluem as marcas, a reputação, a imagem, os sistemas comerciais, as relações públicas, etc.. Os clientes são a principal fontes de receitas de uma empresa privada. A empresa necessita de ter um conhecimento profundo do perfil dos seus clientes, do seu processo de compra, das suas necessidades, etc., para conseguir desempenhar um adequado processo de relacionamento. Um propício capital de clientes, concreto ou potencial, é uma indicação fundamental em relação ao crescimento futuro da empresa.

⁴⁵ Valores neste caso associados a uma perspectiva ética e cultural

⁴⁶ distinguindo-se três tipos de competências, profissionais, sociais e comerciais

⁴⁷ Mas deve ser notado que no modelo aqui apresentado, o relacionamento é considerado como um dos elementos distintivos do capital intelectual e não apenas como uma subcomponente do capital humano.

⁴⁸ idem

⁴⁹ Pode também ser identificado como capital estrutural externo da organização (Mayo 2000)

b) Capital de parcerias. O capital de parcerias refere-se ao valor dos capitais intelectuais obtido por alianças com parceiros estratégicos, de quem se ganha know how, acesso a marcas, acesso a clientes, acesso a canais de distribuição, conhecimento de mercados, conhecimentos tecnológicos, etc.. Refere-se também ao valor do capital intelectual das parcerias feitas com os demais envolvidos na cadeia de valor da empresa tais como os fornecedores. Um bom relacionamento com os fornecedores, e uma adequada gestão de todo o processo dos produtos até que sejam colocados junto do cliente pode ser uma enorme fonte de vantagem competitiva. As fronteiras das organizações não são estáveis e rígidas. Muitas organizações trabalham em rede com outras organizações (ver Stewart 1998 Cap. 11).

Deve ficar claro que apesar dos autores do capital intelectual terem encontrado uma forma genérica de desagregar a valorização monetária da empresa estão ainda longe de saber qual a melhor forma de valorizar o capital intelectual de uma empresa, e quais os instrumentos mais adequados para esse efeito, apesar de algumas tentativas importantes terem sido desenvolvidas⁵⁰. Têm um valor para o todo, que corresponde ao valor de mercado da empresa, contudo tem um extrema dificuldade quando partem da soma das partes para encontrar o valor da empresa. A própria subdivisão das componentes do capital intelectual não é totalmente consensual entre os diversos autores.

Observa-se uma especificidade em relação a todos os elementos do capital intelectual. São mantidos e desenvolvidos pelas pessoas da organização. E sem as pessoas desaparecem. Dai a sua intangibilidade. Os colaboradores da organização são um importante elemento de manutenção e criação do valor (Mayo 2001). A própria separação entre os colaboradores da empresa e o capital estrutural e o capital relacional deste modelo pode ser extremamente difícil de estabelecer.

Tal como referido antes, apesar de as pessoas poderem ser considerados recursos é muito discutível considerar as pessoas como activos. É um facto que as pessoas não são intangíveis. As pessoas são seres humanos. Não são propriedade de uma empresa. Além disso, é o trabalho das pessoas que dinamiza os outros activos do modelo. As pessoas prestam serviços que são intangíveis. E são muito importantes no processo dinâmico de criação de valor financeiro. Apesar disso não aparecer contemplado neste modelo.

Os conceitos de activos de conhecimento estão também bastante presentes neste modelo. Sobre os activos do conhecimento deve-se ter em conta características referidas no ponto anterior que distinguem estes activos dos activos físicos, nomeadamente, i) ausência de escassez ii) não rivalidade e iii) não exclusividade

Este é um modelo estático. Apresenta uma ordenação daquilo que considera serem recursos intangíveis. Em relação a toda o processo de gestão dos intangíveis, deve ser evidenciado que os elementos do capital intelectual da empresa não devem ser visto como blocos separados e independentes, mas antes como altamente interrelacionados grupos de

⁵⁰ O mesmo se passa em relação aos efeitos do capital intelectual sobre a geração de resultados e de fluxos monetários

intangíveis que interagem entre si (Chaminade, Sanches e Olea 2000). Para além disso, deve ser reconhecido que para a criação de valor financeiro são necessários activos físicos e monetários, assim como passivos e capitais de financiamento. Com os quais é necessário compreender como se estabelece o processo de criação de valor financeiro.

3.5 Resenha Crítica e Introdução da Necessidade de uma Teoria dos Fluxos Intangíveis que Ajude a Compreender Melhor os Processos de Criação de Valor Financeiro nas Empresas.

Peter Drucker (1998) defende que os activos mais importantes do século XX foram os equipamentos produtivos. Os activos mais valiosos do século XXI, nas organizações de negócios ou não, serão os trabalhadores do conhecimento e a sua produtividade. No entanto *“em termos da produtividade do trabalho intelectual estamos pouco mais avançados do que em 1900, há um século atrás, estivemos em relação ao trabalho manual... embora haja algumas coisas importantes que já sabemos”*. A mais importante contribuição da gestão no século passado foi o grande incremento de produtividade do trabalhador manual na fábrica. A contribuição mais importante que a gestão precisa de fazer neste século, será referente aos trabalhadores do conhecimento e à sua produtividade. Estas são questões chave e trarão alterações fundamentais “na própria estrutura e natureza do sistema económico”.

Dentro de uma lógica semelhante à que assumem o modelo do Banco Mundial 2003 e o modelo do capital intelectual. As pessoas são activos fundamentais das empresas e dos países. O conhecimento, a informação e os relacionamentos fazem parte do processo produtivo. O reconhecimento da importância destes factores implica um reconhecimento da importância da pessoas nas organizações uma vez o conhecimento, a informação e os relacionamentos são inerentes às actividades humanas subjacentes, e como tal, requerem pessoas para sua diligência e para o seu desenvolvimento.

Apesar de serem reconhecidos aspectos importantes, esta formulação pode não ser a mais adequada por várias razões.

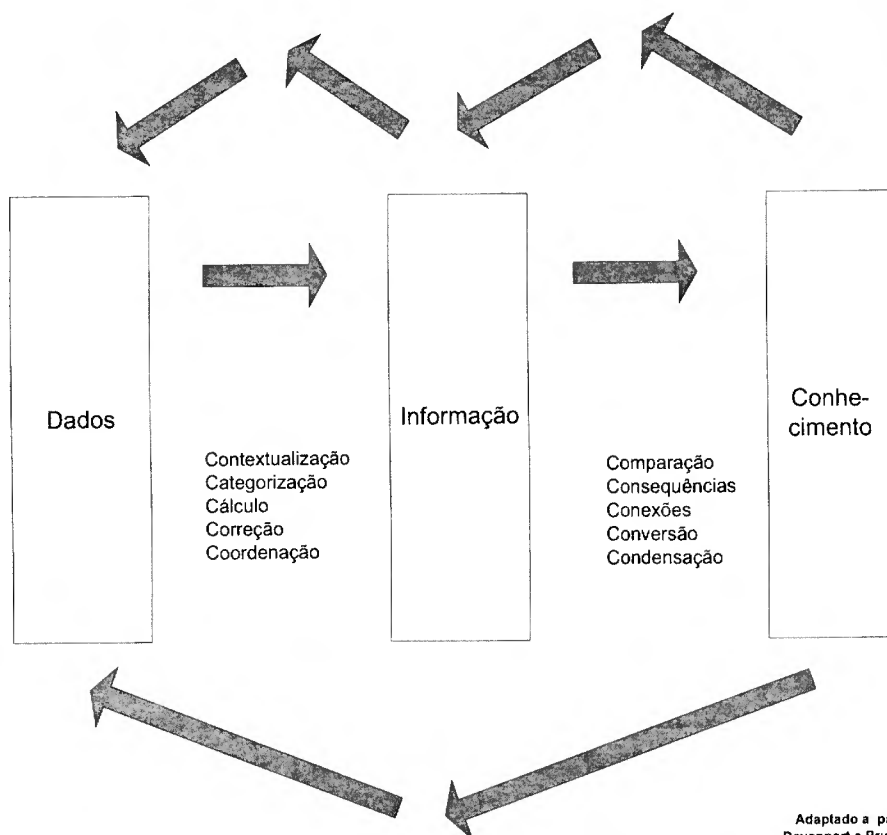
Em primeiro lugar, na definição do que são os activos de conhecimento, e de relacionamento⁵¹. E na identificação da localização destes activos. Pois seguindo esta lógica, muito do conhecimento e do relacionamento na empresa está dentro da cabeça dos gestores e dos colaboradores.

Aliás há muitos milénios que se debate na filosofia o que é o saber o que é o conhecimento. Existem diversas definições diferentes de conhecimento. Mas na Gestão, por atalho, quer se valorizar o conhecimento⁵² sem se saber exactamente em que consiste. Antes de se valorizar o conhecimento necessita-se de uma definição concreta de conhecimento e da localização do conhecimento.

⁵¹ que são parcialmente convertíveis em conhecimento

⁵² várias definições de conhecimento podem ser encontradas em Beckman (1999)

A criação e a utilização de conhecimento não são processos estáticos. São processos dinâmicos. Uma tipologia relativamente simples como a separação entre dados, informação e conhecimento pode já trazer grandes problemas às empresas, tal como identificam Davenport e Prusack (1998)⁵³



Adaptado a partir de
Davenport e Prusak 1998

O relacionamento donde se identificam activos sociais⁵⁴, ou capitais relacionais⁵⁵ também têm associados processos dinâmicos. Os relacionamentos precisam de ser exercidos para existirem.

E coloca-se a questão de descobrir onde está o conhecimento e onde residem as estruturas de relacionamento na empresa? O conhecimento e o relacionamento necessitam de trabalho humano. Ao se reconhecer a importância do conhecimento e do relacionamento remete-se para a importância do trabalho humano nas organizações. Sem trabalho humano o conhecimento e os relacionamentos históricos da empresa não têm utilidade.

⁵³ Estes autores estão conscientes que outros autores expandem esta tipologia com outras classificações como sabedoria, expertise, capacidade. Apenas procuram identificar como a separação destes três níveis não é uma tarefa fácil

⁵⁴ Modelo Banco Mundial 2003

⁵⁵ Modelo do Capital Intelectual

Existe conhecimento explícito e relacionamentos que podem ser facilmente transferidos entre colaboradores nas organizações. Porém, uma parte muito importante do conhecimento e dos relacionamentos é inerente a cada trabalhador da empresa. Não são por isso transferíveis. Como nota Davenport (1999), um dos aspectos mais importantes do conhecimento, é ser originado e desenvolvido no cérebro das pessoas que usam o conhecimento (*knowers*). Sendo assim, uma discussão sobre o conhecimento numa organização tem de ter em conta o que sabem aqueles que usam o conhecimento. O mesmo acontece em relação aos relacionamentos.

Em segundo lugar, o mais importante não é o conhecimento nem o relacionamento que existe em determinado momento do tempo. Mas a forma dinâmica como estes podem ter efeitos tangíveis nos resultados e fluxos monetários da empresa. Isso acontece através de processos dinâmicos. Podem existir conhecimentos e relacionamentos na empresa sem utilidade directa ou indirecta no processo de criação de valor financeiro. E podem existir conhecimentos e relacionamentos com um potencial de grande utilidade para o processo de criação de valor financeiro, mas que são mal administrados.

Novas ideias precisam de ser obtidas, implementadas e surtir os seus efeitos tangíveis no processo de criação de valor financeiro da empresa⁵⁶. Por exemplo não basta também ter uma lista de clientes com base nas compras históricas à empresa. Novas formas de facturação têm de ser geradas.

Em terceiro lugar, mas não menos importante, admite-se que as pessoas são recursos, mas é muito discutível dizer-se que as pessoas são activos intangíveis⁵⁷ ou sequer activos⁵⁸. E que devem ser colocados ao mesmo nível de elementos estáticos e sem Humanidade. As pessoas são seres humanos. Não são detidos por uma empresa ou por um país. Aliás, sem pessoas não existiam nem países nem empresas.

Para além disso, existe um aspecto relacionado muito importante que parece não ser contemplado por estes dois modelos. É o trabalho humano que dinamiza os outros elementos dos modelos. Sem trabalho humano as máquinas, o dinheiro, as ideias formalizadas, as listas de clientes, as listas de fornecedores, as marcas, etc. são absolutamente estáticas. Não originam por si só a criação de valor financeiro. O trabalho humano pode ser comparado com a prestação de serviços à empresa. A prestação de serviços é intangível e não pode ser acumulada. Existe uma inseparabilidade entre o momento em que o serviço é produzido e o momento em que o serviço pode ser consumido⁵⁹ (por exemplo a consulta de um médico tem de ser dada perante o paciente, as viagens de avião não podem ser acumuladas etc.).

Quanto mais bem organizados, preparados, qualificados ou motivados estiverem os colaboradores da organização, melhor o trabalho que podem desenvolver. Mas isso não faz das pessoas activos da empresa. Tal como não são activos da empresa as competências, as

⁵⁶ A partir do modelo de Lev 2001

⁵⁷ como defende a óptica do Capital Intelectual

⁵⁸ como aparece no modelo do Banco Mundial

⁵⁹ Palmer 1998 e Kotler 1994



capacidades, ou os conhecimentos dos colaboradores. São aspectos que definem as pessoas. Mas estes aspectos são muito importantes para se perceber a utilidade dos serviços que os colaboradores podem prestar à empresa.

Da actividade humana das organizações decorrem muitos fluxos intangíveis. A actividade humana não se restringe apenas aos processos de conhecimento ou com processos relacionais/ comunicacionais. Embora estes sejam muito importantes, é muito mais ampla do que isso. Do mesmo modo as pessoas não são apenas depositários e processadores de informação e relacionamentos⁶⁰. São seres humanos complexos aos quais não se lhe pode retirar a sua Humanidade nos modelos económicos e empresariais.

Em quarto lugar, o modelo do Banco Mundial e o modelo do Capital Intelectual seguem uma lógica contabilística. Onde a preocupação central é o activo. Contudo, os muitos fluxos intangíveis que decorrem do trabalho humano não influenciam apenas os activos da empresa. Estão presentes e influenciam os outros campos das demonstrações financeiras, tais como os passivos, os capitais próprios, os proveitos, os custos, as receitas, as despesas, etc.. Deste modo aspectos intangíveis do funcionamento da empresa estão presentes na classificação da generalidade das rubricas das demonstrações financeiras, e não se relacionam apenas com activos intangíveis.

Em quinto lugar, ao se usar apenas um modelo como o do Banco Mundial ou como do Capital Intelectual na valorização monetária da empresa, ignora-se um aspecto também muito importante. O valor monetário de uma empresa pressupõe um preço. Para existir um preço tem de existir um agente comprador e um agente vendedor disposto a transaccionarem o direito de controlo da empresa. Por vezes não existem nem vendedores nem compradores para a empresa. Se existirem, pressupõe-se que o agente vendedor pretende vender pelo preço mais alto possível. E que o comprador pretende comprar pelo preço mais baixo possível. Num processo de estabelecimento do preço de aquisição do controlo de uma empresa decorrem também importantes fluxos intangíveis inerentes à actividade humana de negociação⁶¹, que podem ser absolutamente independentes do funcionamento da empresa, mas que são cruciais no estabelecimento do preços de aquisição.

Os cinco aspectos aqui enunciados identificam insuficiências dos modelos actuais em explicar o processo de criação de valor financeiro, ou seja de criação de riqueza, nas empresas. Dai resulta a necessidade de se desenvolver uma teoria dos fluxos intangíveis para se compreender melhor o processo dinâmico de criação do valor financeiro e adequar os modelos de criação de riqueza. Uma teoria dos fluxos intangíveis directamente relacionada com as actividades humanas que contribuem para a formação de fluxos monetários e como tal sejam determinantes na geração de resultados e de fluxos monetários ou nos elementos a ter em conta na valorização monetária de uma empresa.

⁶⁰ Onde de algum modo se faz uma metáfora das pessoas com as maquinas mais importantes do mesmo tempo, os computadores. As pessoas são pessoas e os computadores são maquinas.

⁶¹ Adaptando um exemplo do Professor Rogério Fernando Ferreira (2000), quanto valem o Mosteiro dos Jerónimos, a Torre de Belém ou as Pirâmides do Egipto?



Importa compreender melhor os contributos dos gestores e colaboradores envolvidos no processo de criação de valor financeiro, e não só nas suas características pessoais. E importam os contributos de agentes externos da empresa, que tenham um relacionamento directo com a empresa, como os clientes, os fornecedores, os credores, os competidores, ou o contributo de agentes sem relacionamento directo com a empresa, mas que de forma indirecta possam influenciar os fluxos monetários da empresa, tais como os governantes, os agentes dos mercados de capitais, líderes de opinião, elementos da imprensa, etc. Os contributos podem não ter uma dimensão física, tangível e serem sobremaneira importantes para a organização.

É evidente que os recursos físicos e financeiros não deixam de ser importantes. Por exemplo, novos projectos requerem dinheiro, tal como requerem dinheiro os esforços de Investigação e Desenvolvimento ou as campanhas publicitárias. E a produção fabril não deixa de ser necessária, tal como a revolução industrial não extinguiu a agricultura, porque a população mundial necessita de alimentos.

Capítulo 4 Sobre a Apresentação de Informação Não Financeira Pelas Empresas

4.1 Sumário do Capítulo

Ao assumir-se que a informação de cariz financeiro é necessária, mas insuficiente para compreender o valor financeiro criado e para encontrar perspectivas fundamentadas sobre o futuro da empresa, torna-se necessário encontrar informação não financeira para colmatar essa insuficiência. Os grandes problemas estão em saber qual a informação que as empresas devem tornar pública e quais os modelos de apresentação mais adequados para esse trabalho. Numa segunda fase, coloca-se a questão de modelizar essa informação para determinar o valor financeiro criado pela empresa.

Hoje em dia, as empresas procedem à apresentação de bastante informação não financeira, mas, sobretudo, numa base voluntária. Encontra-se uma grande disparidade em relação ao conteúdo e à forma de apresentar essa informação entre empresas diferentes.

São apresentadas algumas dificuldades na identificação e na apresentação pública de indicadores não financeiros sobre o desempenho da empresa. Por fim, serão apresentados alguns apontamentos referentes ao importante debate sobre se as empresas devem ser obrigadas, ou não, a apresentar publicamente informação não financeira específica sobre o seu desempenho.

4.2 A Insuficiência dos Indicadores Financeiros de Desempenho Histórico Clássicos Requer Informação Não Financeira.

Foi demonstrado como os indicadores financeiros de desempenho histórico clássicos são necessários, mas insuficientes para explicar o próprio valor financeiro criado. Existem pessoas, e elementos intangíveis muito importantes na criação de valor financeiro que não são minimamente considerados pela informação meramente financeira. Foi também notado como os indicadores de desempenho financeiro histórico estão centrados numa análise de curto prazo e, como tal são insuficientes para encontrar perspectivas de desempenho futuro da organização. Sendo assim, tem de se reconhecer que o acompanhamento do desempenho das actividades organizacionais, e do trabalho dos gestores necessita de informação não financeira⁶². Mas um dos grandes problemas estão em saber qual informação. E em saber como se deve organizar e sistematizar a apresentação dessa informação por parte das empresas⁶³.

⁶² O que não exclui as necessidades que possam existir quanto a alguns aperfeiçoamentos aos indicadores financeiros e ao seu processo de produção, tais como por exemplo melhor informação financeira, novos indicadores financeiros, etc..

⁶³ Um estudo recente realizado, sem elevadas preocupações académicas, pelo Active Management Group (2003) a gestores de 40 empresas portuguesas, refere que cerca de 60% dos gestores do estudo concordam que é fundamental que a estratégia seja conhecida e compreendida por toda a organização. Contudo, cerca de 60%



A teoria da empresa assume um papel fundamental na questão de descobrir qual a informação não financeira que deve ser apresentada ao público. A informação a apresentar será aquela que se considerar importante para o conceito de empresa e dos seus negócios seguidos por quem produz e por quem requer a informação. Do ponto de vista da criação de riqueza, a informação a apresentar será aquela que se considera importante para esse processo. Se o valor financeiro for associado à geração de fluxos monetários e de resultados, no passado, no presente e no futuro, requer-se informação não financeira para explicar o que significam os resultados e os fluxos monetários, e a forma como estes são gerados. Se o valor financeiro criado estiver associado ao valor monetário da empresa, requer-se uma sistematização teórica de como se encontra o valor monetário da empresa. Requer-se este trabalho sobre a teoria da empresa que passa por uma melhor compreensão de como o valor financeiro é criado.

O capítulo 3 deste texto faz uma primeira abordagem a esta temática. Em qualquer empresa existe uma teoria dominante. Esta teoria define de como devem os recursos ser geridos, como deve a empresa relacionar-se com os agentes exteriores, ou como deverá evoluir a empresa no futuro. Os gestores tomam decisões e desenvolvem o seu trabalho a partir dessa formulação teórica. Mesmo que os gestores, absorvidos por aquilo a que por vezes se denomina de mundo real, nem sequer se apercebam que estão a seguir uma determinada concepção da organização e do processo de criação de riqueza subjacente (adaptado de Drucker 1999 e Goshal, Bartlet e Moran 1999).

Poderá até parecer algo de surpreendente apelar-se para a teoria da organização numa altura em que se vive em vários sectores da gestão uma aparente obsessão pela prática. Mas como se descreve ou decide a prática da gestão sem o recurso a uma conceptualização descritiva?

A prática de gestão de uma empresa permite aos gestores uma maior proximidade com a realidade concreta dessa empresa, e como tal pode ser útil para aperfeiçoar a teoria que os gestores têm dessa empresa. De facto, a prática de gestão é conceptualizada, mesmo quando os gestores actuam com base em teorias da organização, que podem estar ultrapassadas, e eles nem sequer o notam⁶⁴. Os gestores necessitam de uma teoria para explicar como as suas organizações concretas geraram resultados e fluxos monetários no passado e de como o irão fazer no futuro. A teoria de como a empresa deve criar valor financeiro seguida numa empresa tem importantes implicações práticas.

Do mesmo modo, a apresentação de informação não financeira ao público é feita com base numa teoria da organização e de acordo com os requisitos informativos dos interessados. Estes últimos têm, eles próprios, uma teoria explicativa para o que deve ser o desempenho da empresa e de qual o seu processo de criação de valor financeiro. Nas empresas privadas, em termos normais, os gestores têm um particular cuidado com a

dos gestores do estudo consideram que nas suas organizações menos de 10% dos colaboradores conhecem a estratégia. O mesmo estudo conclui que o sistema actual de gestão dessas empresa é essencialmente centrado nos orçamentos e em indicadores de cariz financeiros.

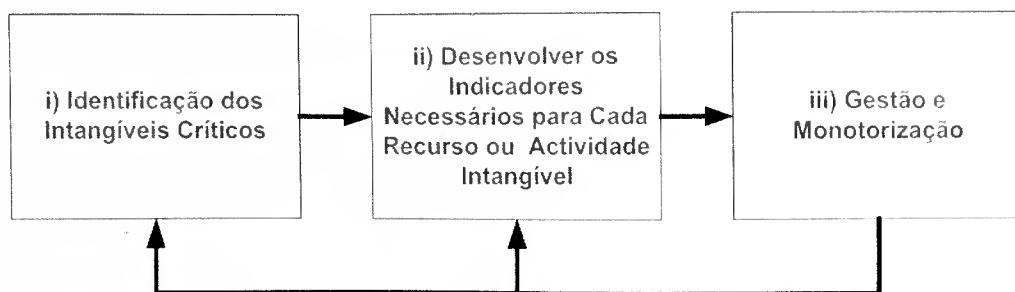
⁶⁴ Ver capítulo 3 deste texto e Zingales 2000

sinalização que fazem aos investidores na sua empresa, uma vez que os investidores têm capacidade de decidir sobre a sua função de gestores e capacidade para influenciar os preços das acções da empresa (adaptado de Zingales 2000). Mais se acrescenta que deve ser notado como a informação tornada pública pela empresa estará disponível e poderá ser usada por outros stakeholders da empresa, tais como colaboradores, clientes, fornecedores, credores, o Estado, etc.

Consequentemente, a escolha de um determinado sistema de apresentação de informação não financeira terá implicações na prática da gestão seguida na empresa, porque os gestores ficarão sujeitos a avaliação de indicadores não financeiros. Os gestores passarão a desenvolver as suas actividades de gestão tendo em conta o cumprimento dos objectivos estabelecidos relativamente a indicadores não financeiros previstos na implementação do modelo. Ou seja, deixam de ser avaliados exclusivamente face a indicadores de cariz financeiro.

Esta argumentação é coerente com os resultados de um estudo de Sanchez, Chaminade e Olea (2000), financiado pelo projecto MERITUM da União Europeia. Este estudo analisa as melhores práticas de grandes empresas espanholas relativamente à utilização e à apresentação pública de informação sobre os seus recursos e actividades intangíveis. Os recursos intangíveis e as actividades intangíveis requerem informação não exclusivamente financeira.

Os resultados desse estudo vão permitir desenvolver aquilo a que as autoras denominaram de uma “*tentativa de criar uma teoria sobre a gestão dos intangíveis*”. Segundo as autoras a gestão dos intangíveis nas empresas, tem, por norma, três fases interrelacionadas. Em primeiro lugar, é feita uma identificação de quais os recursos e as actividades intangíveis críticas para a criação de valor. Em segundo lugar, desenvolvem-se métricas e indicadores para acompanhar estes factores intangíveis. Em terceiro lugar, a gestão dos resultados encontrados na fase anterior e a sua apresentação ao público. Nem toda a informação sobre os factores intangíveis ao dispor da gestão é tornada pública. Este é um processo dinâmico.



Adaptado de Sanchez,
Chaminade e Olea (2000)

Pode observar que este estudo empírico vem comprovar a argumentação anterior. A apresentação pública de indicadores sobre recursos e actividades intangíveis requer uma sistematização teórica da importância relativa dos indicadores no processo de criação de valor financeiro da organização. É a partir desta identificação que os indicadores são desenvolvidos e são tornados públicos. Este processo terá implicações na prática de gestão seguida na empresa.

Contudo, esta formulação é ainda bastante insatisfatória. Estas autores estão conotadas com o modelo do capital intelectual, que, como será melhor explicado no próximo capítulo, de alguma forma confunde as pessoas com activos ou com capitais, que são elementos de alguma forma estáticos, ao contrário das pessoas que são os agentes dinamizadores do processo de criação de valor financeiro. Depois esta formulação não tem uma definição clara daquilo que entende como valor. Requer-se uma ligação mais clara tanto à geração de fluxos monetários e de resultados na empresa como ao valor monetário da empresa.

Nota-se também que há aspectos intangíveis do funcionamento da empresa, tais como as condições de localização comercial, o investimento em activos físicos, etc., que embora não possuam características de recurso ou actividade intangível, tem profundos efeitos intangíveis no valor financeiro da empresa, por exemplo o investimento num edifício comercial, que fique próximo dos clientes potenciais e, como tal, aumente o volume de negócios, tem características de investimento em activo fixo, ou, do mesmo modo, o investimento em computadores mais avançados, que permitam uma maior produtividade dos processos de trabalho, tem também características de investimento em activos fixos, quando, no entanto, muitos dos seus efeitos no funcionamento da empresa são intangíveis.

Outro factor muito importante é o de que existem actividades e fluxos intangíveis exteriores à empresa, que a empresa pode controlar ou não, que possuem influencia ou na geração de resultados e de fluxos monetários ou no valor de mercado, tais como as acções dos concorrentes, os elementos de negociação no mercado bolsista, a comunicação de variáveis económicas como o PIB ou a taxa de juro, etc..

Deste modo, requer-se uma teoria que integre a informação não financeira na criação de valor financeiro. Uma hipótese de primeira formulação dessa teoria, para melhor ser testada e calibrada em trabalhos futuros, será apresentada no próximo capítulo.

Mas pode-se colocar a seguinte questão: as empresas não apresentam já bastante informação não financeira ao público? Apresentam, porém fazem-no de uma forma não sistematizada e, por norma sem terem obrigação de o fazer. Existe uma grande disparidade nos modelos de apresentação de informação não financeira de empresas diferentes.

Num estudo da autoridade americana para apresentação de informação não financeira, o FASB (FASB 2001) foram estudadas as apresentações voluntárias de informação não financeira por parte de seis a nove grandes empresas de cada uma das oito indústrias seguintes: 1) Automóvel, 2) Química 3) Sistemas Computacionais 4) Alimentar 5) Petrolífera 6) Farmacêutica 7) Banca Regional e 8) Têxtil



Neste estudo conclui-se que as empresas estudadas, nos relatórios de gestão, nos documentos financeiros obrigatórios, nas press releases, em publicações, em apresentações a accionistas, analistas ou investidores potenciais, ou em páginas da Internet, faziam, por norma, uma apresentação voluntária de informação não financeira relacionada com os seguintes tópicos:

Apresentação Voluntária de Informação Não Financeira por parte de Grandes Empresas Identificada pelo FASB (2001)

Tópico	Descritivo
1 Dados sobre o negócio	Por exemplo dados sobre as operações de alto nível e indicadores de desempenho que os gestores utilizam para gerir o seu negócio
2 Análise da gestão sobre os dados do negócio	Por exemplo, razões para mudanças nos dados operacionais e nos indicadores de desempenho ou tendências e seus efeitos
3 Informação que perspectiva o futuro da empresa	Por exemplo oportunidades e riscos, planos de gestão onde se inclui os factores críticos de sucesso, e comparação do desempenho actual com as estimativas anteriores de oportunidades, riscos e planos da gestão
4 Informação sobre os gestores e os accionistas	Por exemplo, directores, gestores planos de compensação, transações de acções importantes, relações entre as partes
5 Plano de fundo sobre a empresa	Por exemplo, grandes objectivos e estratégias, âmbito e propriedades do negócio, impacto da estrutura da industria na empresa
6 Informação sobre os activos intangíveis	Activos intangíveis que não foram reconhecidos nos documentos financeiros

Adaptado FASB (2001)

Estas são informações apresentadas, por norma⁶⁵, de forma voluntária por parte das empresas. A sua apresentação é feita com quase total autonomia. As empresas, e os gestores em particular, possuem praticamente total direito de escolha sobre qual a informação a apresentar e sobre qual o modelo de apresentação.

Se no caso da informação financeira que é já bastante normalizada, existe algum campo para a subjectividade e para a variabilidade de modelos de reporte, no caso da informação não financeira para a qual, em termos gerais, não existem normas nem modelos oficiais existe um campo muito maior.

⁶⁵ Em alguns casos particulares o FASB reconhece que a informação denominada pelo FASB como voluntária é exigida pela SEC dos EUA (ver ppg 5 do mesmo relatório).

Isso vai reflectir-se numa grande variabilidade na informação não financeira e nas formas de apresentação por parte de empresas diferentes. Por norma, não existe uma sistematização nos diferentes países quanto à forma de apresentar a informação não financeira, tal como existe em relação à informação de cariz financeiro. Isso tem consequências numa clara dificuldade em comparar a informação não financeira de empresas diferentes. E consequentemente, em comparar a relação da informação não financeira com a informação financeira, que, teoricamente, é apresentada de forma normalizada.

Enquanto não existir uma Teoria (ou modelo) que explique a relação entre a informação não financeira e o valor financeiro criado pelas empresas que permita identificar a informação não financeira relevante, a publicação de informação não financeira será de pouco interesse na compreensão do valor financeiro

Para além disso a informação não financeira apresentada de forma voluntária, por parte das empresas, pode ser bastante insuficiente para compreender o valor financeiro criado no passado e o potencial valor financeiro que pode ser criado no futuro pela empresa. Observe-se por exemplo o caso da Amazon.com, a conhecida empresa que comercializa livros e filmes através da Internet. Segundo Mayo (2001), o relatório de gestão da Amazon.com no ano de 1999 incluía apenas a seguinte informação sobre os seus colaboradores:

“As of December 31, 1999, the company employed approximately 7 600 full and part time employees. The company also employees independent contractors and temporary personal. None of company’s employees is represented by a labour union and the company considers its employee relations to be good. Competition for qualified personal in the company’s industry is intense, particularly for software development and other technical staff. The company believe that its future success will depend in past and in its continued ability to attract, hire and retain qualified personnel”

Salienta-se como esta informação muito limitada sobre os colaboradores é prestado por uma importante empresa de serviços através da Internet que, conhece a importância dos colaboradores nos seus negócios. Pode constituir um exemplo do que é a insuficiência da informação para compreender o processo de criação de valor financeiro de uma empresa.

4.3 Propostas de Sistematização para a Apresentação Integrada de Informação Financeira e Não Financeira sobre a Gestão Organizacional

Nesta secção serão apresentados seis modelos que procuram encontrar uma sistematização para a apresentação pública de informação sobre as organizações. Nestes modelos são integrados indicadores financeiros com indicadores não financeiros.

Todos os modelos apresentados nesta secção partem do pressuposto que os indicadores financeiros são necessários mas insuficientes na análise do desempenho de uma organização.

Subjacente a cada um destes modelos está uma concepção do processo de criação de valor da organização. Mas, no decurso das concepções de valor seguidas por cada modelo, o caminho seguido não é valorizar directamente factores como a estratégia da empresa, o capital intelectual ou conhecimento detido pela empresa. Os modelos procuram encontrar indicadores que permitam compreender melhor o valor da empresa, de acordo com o seu conceito de valor. Os gestores não devem valorizar directamente a empresa pois se o fizessem essa valorização, por motivos óbvios, estaria sujeita a uma grande subjectividade. Os gestores devem antes fornecer informações que permitam ao analista externo analisar o valor da organização.

Assim, estes modelos tentam realizar duas funções úteis ao tema deste texto. Por um lado, encontrar fundamentos que permitam valorizar a empresa em termos monetários. Por outro lado, procurar encontrar explicações para os resultados e os fluxos monetários históricos da organização, bem como projecções fundamentadas para os resultados e fluxos monetários futuros.

Deve também ser consignado um comentário nesta introdução relativamente à relação destes modelos com as tecnologias da informação. A introdução destes modelos nas organizações é suportada pelas possibilidades que os computadores e os software de tratamento de informação permitem actualmente, mas que há alguns anos atrás não eram possíveis⁶⁶. Alguns dos autores dos modelos que vão ser apresentados a seguir estão associados a consultoras que comercializam serviços e softwares de aplicação prática nas organizações relacionados com os seus modelos teóricos.

A estrutura de apresentação dos modelos será a seguinte. Em primeiro lugar é feita uma apresentação dos autores dos modelos. De seguida introduz-se o conceito de valor subjacente ao modelo apresentado. Em terceiro lugar apresenta-se o modelo e a sua forma de funcionamento. Por último, introduz-se uma breve perspectiva crítica.

4.3.1 Balanced Scorecard

O modelo Balanced Scorecard é uma das estruturas deste género mais conhecida. A sua origem remonta ao ano de 1992. Foi proposto por Robert Kaplan, Professor de Harvard, e por David Norton, consultor⁶⁷.

O Balanced Scorecard tem vindo a ser adoptado por grandes empresas multinacionais. Na página digital da empresa de consultoria dos autores do modelo⁶⁸ é indicada a utilização

⁶⁶ Aliás, como é sabido, as tecnologias da informação foram também cruciais para revolucionar as formas de trabalhar a informação financeira

⁶⁷ Kaplan, R. S. e Norton, D. (1992) "The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance", Harvard Business School, Jan- Feb. pp 71-79. Ver também Kaplan, R. S. e Norton, D. (1996) "The Balanced Scorecard – Translating Strategy into Action" Harvard Business School Press, Boston

deste modelo por grandes empresas de diferentes sectores de actividade com a Pfizer, a AT&T, a Philip Morris, a Ford, a Mitsubishi, a Siemens ou a Disney World. São também referidas entidades estatais como o Exército Norte Americano ou o Departamento de Comércio Norte Americano e também algumas organizações sem fins lucrativos.

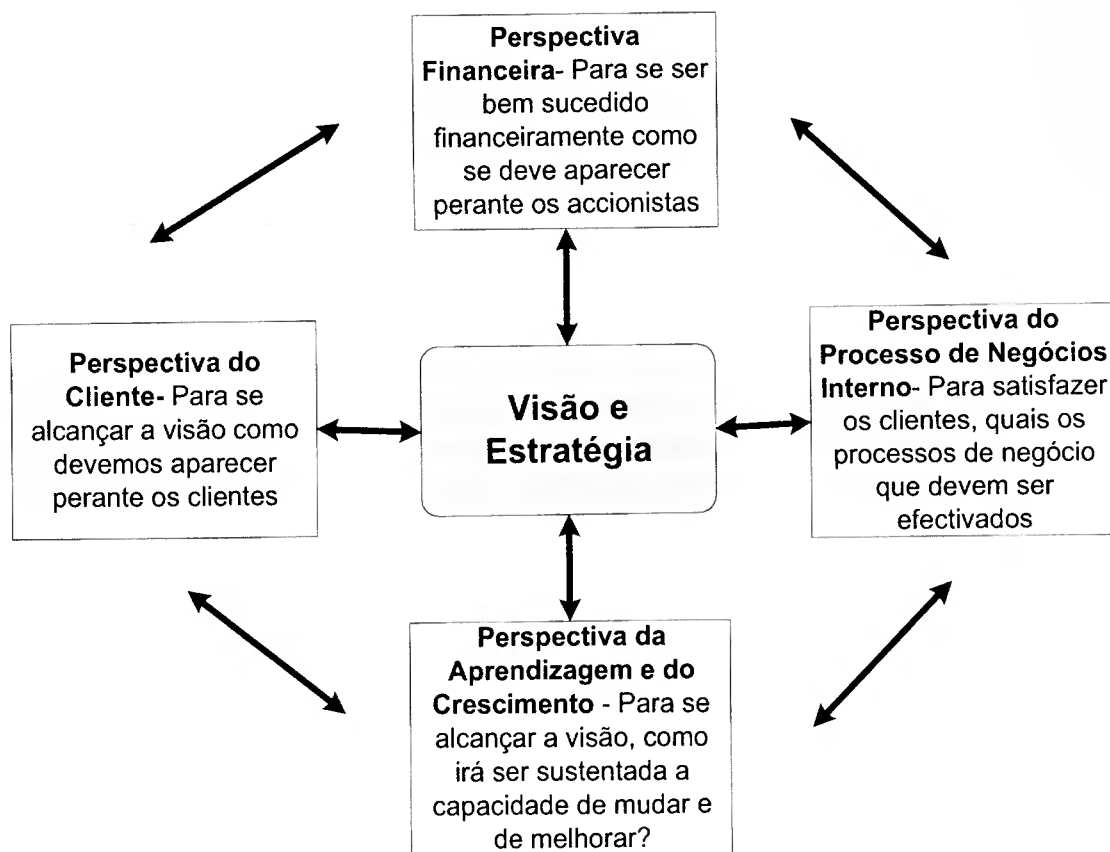
Os autores deste modelo reconhecem a importância dos indicadores financeiros. Mas assim como o cockpit de um avião requer diferentes tipos de indicadores, tais como velocidade, altitude, gasolina, temperatura, radar, comunicações, etc., também o controlo de uma empresa não pode ficar adstrito apenas a um tipo de indicadores. Os indicadores financeiros são insuficientes e não permitem, por si só, encontrar explicações causais para os seus valores (Norton 2003).

Como tal, os autores vão procurar expandir a análise do desempenho, através da introdução de factores estratégicos nessa análise. A filosofia deste modelo não é fornecer um conjunto de métricas. Na base deste modelo está uma procura da tradução dos efeitos da estratégia no desempenho da empresa, procurando quantificar esses efeitos (Kaplan e Norton 1996 e Norton 2003).

A perspectiva financeira das organizações é complementada com três tipos de perspectivas, designadamente, a perspectiva do cliente, a perspectiva do processo de negócio interno e a perspectiva da aprendizagem e do crescimento.

⁶⁸ Ver www.bscol.com. Nesta página digital comercializam-se também serviços e softwares relacionados com o modelo balanced Scorecard

Modelo Balanced Scorecard



Adaptado de Kaplan e Norton
(1996 e 1992)

Inerente a estas quatro perspectivas, está subentendido o conceito de estratégia de Kaplan e Norton. Precisamente, como coloca Norton (2003) "*estratégia é a forma como uma organização cria valor para os seus proprietários e para os seus stakeholder*". Deste modo, para os autores do balanced scorecard, existe uma relação indissociável entre a estratégia e o valor da empresa. Segundo aqueles autores, as dimensões mais importantes na estratégia são a perspectiva financeira, a perspectiva do cliente, a perspectiva do processo de negócios interno e perspectiva da aprendizagem e do conhecimento.

Cada uma destas perspectivas deve ser subdividida em objectivos, métricas, alvos e iniciativas. Estas são quatro perspectivas adaptáveis a um grande grupo de organizações, mas não devem ser rígidas. Segundo os autores, não existe um teorema matemático que demonstre como as quatro perspectivas são necessárias e suficientes para compreender o valor de uma organização, assim como também não se consegue através de um modelo matemático adaptar e subdividir cada perspectiva ao caso concreto de uma empresa particular (adaptado de Kaplan e Norton 1996, 1992 e Norton 2003).

A **perspectiva financeira** de Kaplan Norton é centrada nos accionistas, ou seja proprietários de empresas privadas⁶⁹. O Balanced Scorecard deve manter “*um forte ênfase nos indicadores financeiros*” (Kaplan e Norton 1996 – pp34). Nesta perspectiva são propostos indicadores financeiros relativos ao crescimento dos resultados e dos fluxos financeiros, à redução de custos, ao aumento da produtividade, ou à utilização de activos.

O modelo atribui bastante importância à **perspectiva do cliente**. Os clientes são factores de desempenho muito importantes das empresas privadas⁷⁰. Relacionado com a perspectiva do cliente são propostos indicadores relacionados com factores chave da estrutura de clientes da empresa, tais como a quota de mercado, a retenção de clientes, a aquisição de clientes, a satisfação dos clientes, ou a rendibilidade dos clientes. Para além destes indicadores são também propostos indicadores relacionados com os aspectos sobre os quais os clientes consideram encontrar valor na empresa, tais como os atributos dos serviços / produtos, o relacionamento com os clientes, ou a imagem e a reputação da empresa (Kaplan e Norton 1996 e 1992).

A **perspectiva dos processos de negócios internos** está também relacionada com a satisfação dos clientes da empresa. O modelo procura analisar quais os processos de negócio que devem ser efectivados para satisfazer as necessidades dos clientes e como isso é realizado. São tipificados três processos, que relacionam a identificação das necessidades do cliente com a sua satisfação: i) O processo de inovação, onde se identificam os mercados e se criam produtos e serviços, ii) o processo operacional, a partir do qual se produzem os produtos e os serviços e se entregam esses produtos e serviço, e iii) o processo de serviços pós venda, ou seja após aquisição de produtos ou serviços pelos clientes à empresa (Kaplan e Norton 1996 e 1992).

A **perspectiva da aprendizagem e do crescimento** vai procurar analisar como deverá ser sustentada a capacidade de mudar e de melhorar a organização para se alcançar a visão pretendida. Os factores identificados dentro desta última perspectiva são importantes base de apoio das outras três perspectivas. Kaplan e Norton (1996), a partir da sua experiência de aplicação do Balanced Scorecard numa grande variedade de empresas, identificaram três categorias principais de indicadores: 1) As capacidades dos empregados, a partir do qual são analisadas as competências, o ambiente humano, a produtividade, a satisfação dos empregados ou a sua retenção; 2) As capacidades dos sistemas de informação da empresa, e 3) A motivação, o empowerment e o alinhamento das funções na empresa.

O modelo serve para expressar a estratégia da empresa, dentro do conceito de estratégia de Kaplan e Norton. Deste modo, diferentes sectores da empresa tais como as finanças, o marketing, a produção, o pessoal, etc, são integrados em termos estratégicos. Ao se reunirem indicadores financeiros com indicadores não financeiros procuram-se identificar relações de causa efeito entre os diferentes factores do processo de criação de valor, que

⁶⁹ Mas a adaptação do Balanced Scorecard a organismos publico ou instituições sem fins lucrativos também é possível, sendo escolhidos os indicadores adequados para o efeito (Kaplan e Norton 1996 ppg 179 e seg., Niven 2002).

⁷⁰ Mas mais uma vez, tratando-se de organizações públicas, ou entidades sem fins lucrativos pode também existir uma adaptação relacionada com os utilizadores ou os beneficiários externos desses organismos (Kaplan e Norton 1996 ppg 179 e seg, Niven 2002).



facilita a coordenação de diferentes áreas da organização. Por seu turno, o analista de valor financeiro encontra uma base de interpretação para os indicadores financeiros.

Este modelo está centrado no impacto dos activos intangíveis no processo de criação de valor (Kaplan e Norton (1996), ppg. 3). Para além das dificuldades inerentes a este conceito, pode repercutir-se numa perspectiva algo estática. Salienta-se, ainda, que alguns elementos intangíveis importantes, inerentes ao processo de criação de valor financeiro, não são identificados. Por exemplo, a análise dos clientes aborda de forma muito limitada a posição da empresa em relação aos seus competidores. Existe também uma análise muito restrita da posição da empresa perante os fornecedores, ou os financiadores da empresa. (adaptado de Neely 2002).

Os gestores e os colaboradores da organização são fundamentais no processo de criação de valor das organizações. Contudo são tratados de forma algo minimizada no Balanced Scorecard, sendo remetidos para uma sub-área de Perspectivas de Aprendizagem e Crescimento. É também algo limitada a análise dos serviços prestados pelos gestores e pelos colaboradores à organização.

4.3.2 Navegador da Skandia

O modelo de Navegador da Skandia⁷¹ teve origem na companhia de seguros sueca, com o mesmo nome, onde foi inicialmente desenvolvido. Este modelo foi usado como base na apresentação de informação pública aos investidores, pela primeira vez⁷², no ano de 1995. O responsável por esse projecto interno da empresa Skandia foi Leif Edvinson, professor da Universidade de Lund na Suécia e um dos grandes impulsionadores do movimento do Capital Intelectual. O nome do primeiro relatório baseado no modelo de navegador da Skandia denominava-se “visualizando o capital intelectual”.

O modelo de Navegador da Skandia tem alguns aspectos semelhantes ao modelo de Balanced Scorecard, tais como, identificar perspectivas⁷³ de análise do desempenho, atribuir uma importância fundamental à perspectiva financeira ou procurar estabelecer um conceito de estratégia para a organização. Contudo, o modelo da Skandia assenta numa filosofia de operacionalidade distinta daquela seguida pelo modelo de Balanced Scorecard.

Enquanto o modelo de Balanced Scorecard procura efectuar a tradução da estratégia da organização e identificar os seus efeitos no desempenho organizacional, o modelo de navegador da Skandia assenta num conceito específico de valor monetário da empresa defendido pelo Movimento do Capital Intelectual. Esse conceito identifica o valor da empresa como⁷⁴:

$$\text{Valor de Mercado da Empresa} = \text{Capital Financeiro} + \text{Capital Intelectual}$$

⁷¹ pagina digital em <http://www.skandia.com>

⁷² Edvinson e Malone 1998

⁷³ Neste modelo denominadas por focus

⁷⁴ ver capítulo 3

Segundo este conceito, o valor monetário da empresa é idêntico à soma do seu valor contabilístico com os seus valores ocultos, não expressos no activo da empresa. A estes valores ocultos denomina-se capital intelectual. A partir daqui, existe uma ambição de explicar a diferença entre o valor das acções no mercado bolsista e o valor contabilístico do capital da empresa.

No entanto, existem muitos factores independentes da forma como a empresa é conduzida com impacto na cotação das suas acções (exemplo taxas de juro, PIB, pressões da oferta e da procura no mercado de capitais, etc.). Mas se for ultrapassada esta ambição de procurar explicar a diferença entre o preço das acções e a contabilidade, pode ser encontrado no modelo de Skandia Navigator, dois aspectos úteis para este texto, nomeadamente, uma abordagem de valorização monetária da empresa, assim como uma abordagem explicativa de como os resultados e os fluxos monetários da organização são encontrados.

Para o movimento do Capital Intelectual, o contributo das pessoas para as organizações é muito importante e assume um papel chave no processo de criação de valor. Existem elementos inerentes aos colaboradores, que os colaboradores levam para casa no final do seu turno de trabalho e que nunca poderão ser detidas pela empresa. Tais como por exemplo capacidades, competências pessoais, disponibilidade, etc., que neste modelo são designados como Capital Humano.

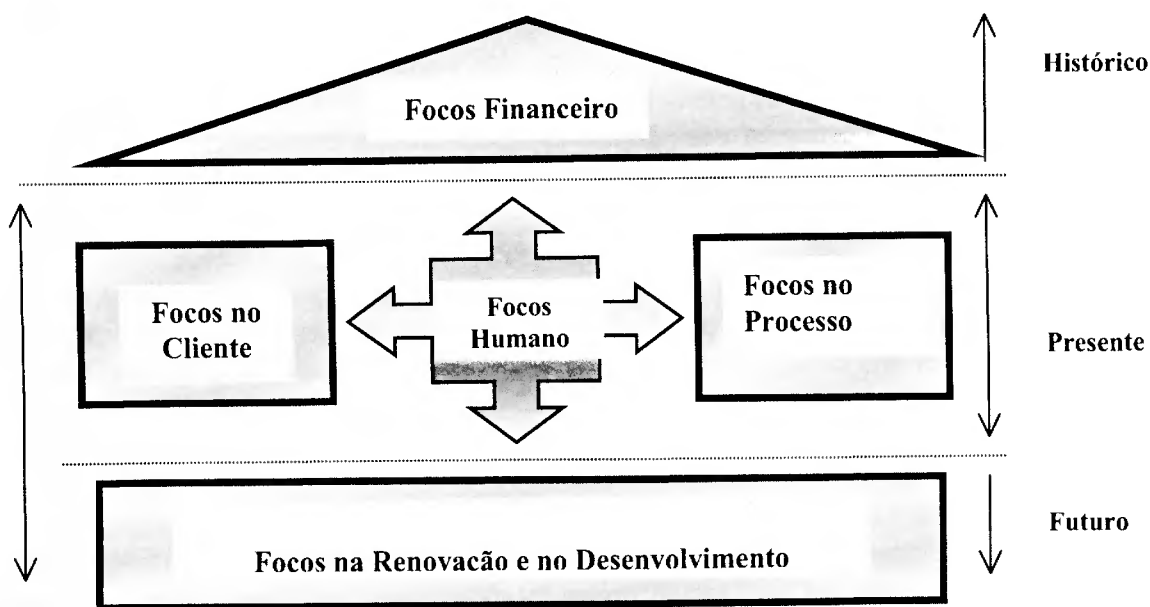
Mas existem elementos, também inerentes à interacção humana das organizações, que os colaboradores deixam na organização quando abandonam o serviço. Esses elementos podem ser detidas pela organização, mas requerem actividade humana para serem utilizadas e exploradas. Sem colaboradores deixam de existir. Estão nessa situação elementos do Capital Estrutural tais como os sistemas organizacionais, o conhecimento formalizado, os projectos de investigação documentados. Ou compreende-se o Capital Relacional⁷⁵ como por exemplo os contactos dos clientes, contactos de fornecedores, marcas, alianças estratégicas, etc.. Estes factores são analisados de forma muito limitada pelas demonstrações financeiras.

Mas os autores estão conscientes de como se torna difícil valorizar directamente estes factores. O modelo de Navegador da Skandia é usado para melhor compreender estes factores, com vista a uma posterior compreensão do valor organizacional⁷⁶. Para esse efeito são identificados cinco focos de análise indirecta do valor da organização, designadamente, humano, financeiro, clientes, processos e renovação e desenvolvimento.

⁷⁵ No modelo de Edvinsson e Malone (1998) o capital relacional ainda não era sistematizado como sendo distinto do capital estrutural.

⁷⁶ Neste modelo é feita uma analogia com um navegador marítimo de uma embarcação que precisa de ter em conta vários indicadores distintos, onde se incluem previsões sobre o estado do tempo futuro para melhor coordenar a navegação. Daí o seu nome de navegador. (Edvinsson 2003)

Estes cinco focos são agrupados em relação à sua dimensão temporal, nomeadamente, quanto ao passado, ao presente ou ao futuro da organização. O foco Humano está no centro do modelo e deve ser analisado quanto aos três registos temporais, ou seja, ao passado, ao presente e ao futuro. Existe depois uma rearrumação temporal dos outros quatro focos. O foco financeiro é um foco referente ao passado. Os focos dos clientes e o dos processos relacionam-se com o presente da empresa. O foco da renovação e do desenvolvimento da empresa deve auxiliar a análise relativa do futuro da empresa.



The Skandia Navigator. Fontes: Adaptado de Edvinsson & Malone, 1998.

Tal como referido antes, o foco humano está no centro do modelo de Navegador da Skandia. Mas o **foco financeiro** assume um papel fundamental. Edvinsson e Malone (1998)⁷⁷ defendem o seguinte: “Em vez de substituir o sistema actual de mensuração financeira, produto de gerações, a mensuração do Capital Intelectual na realidade, complementa-a e amplia-a. A contabilidade ortodoxa encontrou novamente o seu caminho. Tornou-se relevante mais uma vez para o nosso futuro”. São identificados dezenas de indicadores de desempenho histórico. Alguns desses indicadores estão relacionados com o passado distante da empresa e são expressos a partir dos registos da contabilidade financeira. Outros estão relacionados com o passado recente da empresa, e são expressos a partir da documentação financeira, da capitalização bolsista ou dos dados financeiros preliminares.

O **foco no cliente** e a entrega de valor ao cliente assumem também um papel preponderante neste modelo. São identificadas dezenas de indicadores, assentes em cinco questões, nomeadamente, o tipo de cliente, há quanto tempo o cliente se relaciona com a empresa, o tipo de relacionamento com o cliente, o suporte ao cliente, ou o sucesso com o

⁷⁷ ppg 197

cliente. Edvinsson (2003) relata como foi importante este modelo na Skandia para encontrar formas sustentadas de garantir as receitas futuras⁷⁸.

O **foco no processo** relaciona o uso da tecnologia com a criação de valor global na organização. No âmbito deste foco, assumem particular importância os investimentos em novas tecnologias, e o seus efeitos organizacionais.

O **foco da renovação e do desenvolvimento** procura analisar com a organização se prepara para o seu futuro. Uma componente fundamental deste modelo é o estímulo à inovação organizacional (Edvinsson 2003). Reconhece-se a dificuldade de prever eventos futuros, mas defende-se que as organizações devem identificar às futuras áreas de actuação⁷⁹ (Edvinsson e Malone 1998). Para isso deve ser tidos em conta factores de renovação e desenvolvimento referentes a aspectos como, os clientes, os mercados, os produtos e serviços, os parceiros estratégicos, as infra estruturas ou os empregados. São identificados mais de 60 indicadores (idem).

Tal como foi referido, o **foco humano** assume a componente central do modelo, estando relacionado com o passado, o presente e o futuro da empresa. Inerente aos colaboradores da organização estão as principais fontes de valor do capital intelectual. Contudo, são reconhecidas as dificuldades em identificar alguns elementos inerentes à força de trabalho e aos seus contributos. Os autores Edvinsson e Malone, (1998), citam o prémio nobel Gary Becker, *“Não existe uma maneira simples de medir o que está na cabeça e no coração dos gestores e dos colaboradores da empresa”* (ppg 113). Mas, por aproximação, pode ser feita uma sistematização de factores importantes da força de trabalho e dos seus contributos. Isso mesmo é proposto no modelo de navegador da Skandia, embora o caminho seja, sobretudo, descrever as características da força de trabalho .

O modelo de capital intelectual usado, está profundamente assente numa perspectiva contabilística, onde aparece um activo intangível da empresa, invisível para as demonstrações financeiras, por contraposição a um incremento de valor do capital próprio da empresa. Tal como no balanced scorecard, para além das dificuldades inerentes ao conceito de activo intangível, isso pode reflectir-se numa perspectiva algo estática. São feitos alguns avanços no modelo da Skandia. É dada uma maior relevância aos colaboradores das organizações, e identifica-se uma matriz temporal, passado, presente e futuro mais clara.

No modelo da Skandia, factores como a posição competitiva face aos competidores da organização, serviços prestados pelos colaboradores à organização, interacção dinâmica da empresa com os clientes ou os parceiros, os fornecedores ou os financiadores, são praticamente ignorados.

⁷⁸ Por exemplo é referida a passagem de uma empresa de seguros tradicional para uma empresa de serviços financeiros moderna. A filosofia dos seguros pessoais vendidos tinha subjacente dar resposta a responder à questão “E se eu morrer?”. Esta filosofia foi alterada pelo fornecimento aos clientes de serviços que respondam à questão do cliente “E se eu viver?”. Edvinsson (2003 ppg 128)

⁷⁹ “Onde mora o futuro” ppg 102 Edvinsson e Malone 1998



4.3.3 Monitor de Activos Intangíveis

O modelo de Monitor de Activos Intangíveis é da autoria de Sveiby. Este autor é professor da Swedish Business School Hanken, na Suécia, é consultor de empresas, e é também um dos pais do Movimento do Capital Intelectual. O seu modelo foi publicado em 1996.

Enquanto consultor⁸⁰, Sveiby, directamente, ou através da sua consultora, a Celemi, trabalhou para empresas como a Ericsson, a Fuji Xerox, a Oracle, a Motorola, Hewlett Packard ou a ABB.

O modelo de Intangible Asset Monitor vai procurar encontrar uma base de valorização directa da fórmula de grande referência para o Movimento do Capital Intelectual.

Valor (monetário) da Empresa = Capital Financeiro + Capital Intelectual

Para Sveiby, esta fórmula é adaptada para,

Valor (monetário) da Empresa = Activos Tangíveis + Activos Intangíveis

Monitor de Activos Intangíveis

	Valor de Mercado			
	Activos Tangíveis	Activos Intangíveis		
		Estrutura Externa	Estrutura Interna	Competência
Crescimento				
Inovação				
Eficiência				
Estabilidade/ Risco				

Adaptado de Sveiby (1997 e 2001) em
[http://www.sveiby.com/articles/
MeasureIntangibleAssets.html](http://www.sveiby.com/articles/MeasureIntangibleAssets.html)

O Monitor de Activos Intangíveis é baseado na noção de que os colaboradores da organização são a sua única fonte de criação de valor. As pessoas não devem ser vistas como custos, mas antes devem ser vistas como criadoras de receitas (Sveiby 2001). Este modelo procura complementar de forma directa as Demonstrações Financeiras. Para esse efeito, identifica, em complementaridade aos activos tangíveis descritos no balanço contabilístico, três subgrupos de activos intangíveis, considerados invisíveis para as demonstrações financeiras (Sveiby 1996, 1997 e 2001).

⁸⁰ De acordo com o descrito na sua página em www.sveiby.com

Os activos intangíveis para Sveiby são subdivididos por três grupos 1) estrutura externa, 2) estrutura interna e 3) competência.

1) A estrutura externa inclui, sobretudo, os activos intangíveis relacionados com os clientes da empresa, mas também pode incluir fornecedores e outros stakeholders importantes para a empresa. **2) O subgrupo de estrutura interna** refere-se aos factores organizacionais e de funcionamento da empresa, inerentes à interacção humana, mas que são exteriores aos colaboradores da empresa. **3) O terceiro subgrupo, denominado competência**, está relacionado com as características dos colaboradores da empresa. É de alguma forma, semelhante ao conceito denominado por capital humano por outros autores do Movimento do Capital Intelectual (Sveiby 1996, 1997 e 2001).

Tal como nos outros modelos anteriores, também não existe uma valorização monetária directa das componentes de valor da empresa acrescentadas pelo modelo. Procuram-se registos informativos que permitam compreender melhor essas componentes. Tanto os activos tangíveis como os activos intangíveis, devem ser estudados em quatro dimensões. a) o seu crescimento, b) a inovação a que estão expostos, c) a eficiência na sua utilização e d) a sua estabilidade e, ou, risco. Para cada uma destas dimensões são identificados alguns indicadores. Não devem ser escolhidos demasiados indicadores, podendo um ou dois indicadores ser suficientes para cada categoria. O modelo de Intangible Asset Monitor, pode ser integrado no sistema de informação de gestão e não deve exceder uma página (Sveiby 1996, 1997 e 2001)

Como se referiu, não existe uma valorização directa dos activos intangíveis. Existe uma recolha de informação, muitas vezes informação não financeira, referente aquilo a que Sveiby entende como activos intangíveis. Tal como ocorre no modelo de Navegador da Skandia, apesar da formula de suporte do Movimento do Capital Intelectual para o valor das acções da empresa seja bastante discutível, devido às características do valor contabilístico e do preço das acções, os indicadores do modelo de Monitor de Activos Intangíveis podem ser muito úteis para compreender melhor quer o valor monetário da organização, quer o processo de geração de resultados e de fluxos monetários da organização.

O modelo de Sveiby define as pessoas como a única fonte de criação de valor. Mas de facto, os recursos financeiros e tecnológicos são também importantes no processo. Em empresas fabris, a maquinaria é vital no processo produtivo. Mas empresas de serviços puros também requerem fontes de financiamentos e recursos tecnológicos. E os efeitos da gestão dos recursos da empresa será reflectida de forma tangível nos fluxos monetários da organização.

Existe um alargamento da análise relacional neste modelo, integrando-se os fornecedores e outros stakeholders na estrutura externa. O próprio conceito de activo intangível é algo discutível, pois factores como a motivação, as capacidades dos colaboradores, as listas de clientes ou o relacionamento com fornecedores, dificilmente poderão ser considerados como activos numa perspectiva contabilística. Embora sejam factores a ter em conta no processo de criação de valor.

É feito um reconhecimento da importância dos colaboradores da organização, sendo proposto que os custos de pessoal passem a ser entendidos como fontes de geração de valor. Mas não existe uma sistematização clara nem dos modelos de negócios da empresa, nem dos contributos dos colaboradores da empresa na sua prestação de serviços à empresa.

4.3.4 Monitor de Capital Humano

O Monitor de Capital Humano é um modelo criado por Andrew Mayo (ver Mayo 2001), Director do Programa do Centre for Management Development da London Business School e também professor na Middlesex Business School. Este autor dirige ainda uma consultora, a Mayo Learning International⁸¹, da qual se incluem como clientes as empresas multinacionais Vodafone ou Kellogg's⁸².

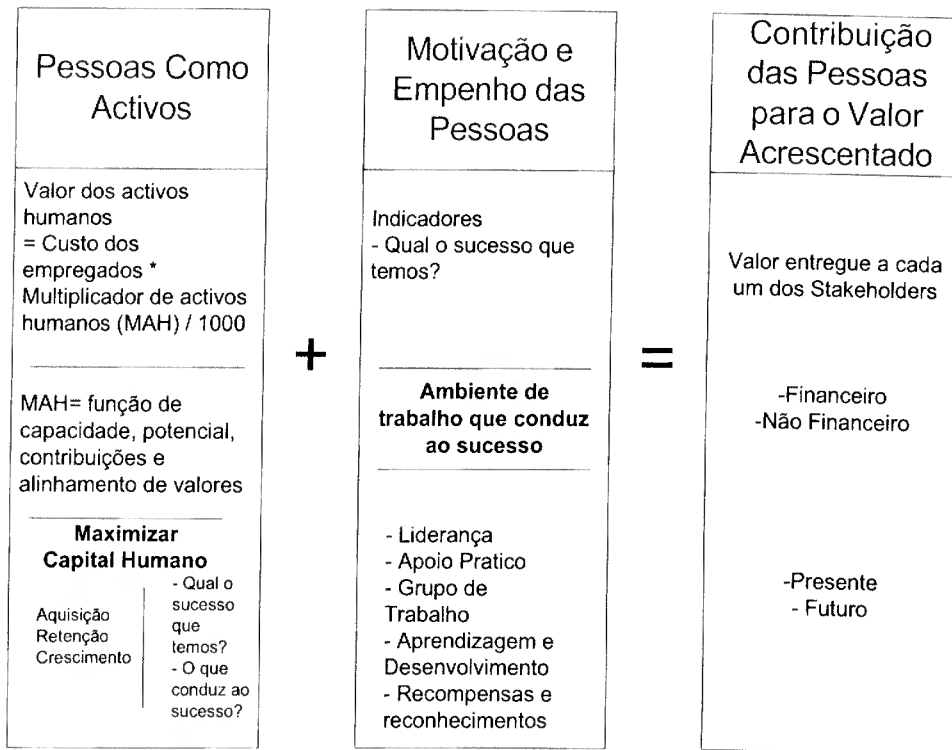
Andrew Mayo, assume também proximidade ao Movimento do Capital Intelectual (ver Mayo 2001 – capítulo 2) Como tal, reconhece a insuficiência das demonstrações financeiras e a importância dos activos intangíveis no seu processo de criação de valor da empresa. Contudo, o seu modelo de Human Capital Monitor não procura abordar todo o conceito de capital intelectual da empresa. Restringe-se ao estudo do contributo dos colaboradores da organização no processo de criação de valor. Deste modo reporta-se apenas a uma subcomponente do conceito de capital intelectual que é o capital humano da organização.

Este modelo considera os colaboradores como activos das organizações. O valor dos colaboradores enquanto activos da organização deve ser maximizado. A motivação e o empenho dos colaboradores contribui para a criação de valor. O valor criado pelos colaboradores deve ser analisado relativamente a cada stakeholder. Devem ser usadas perspectivas financeiras e não financeiras na análise do valor criado. E deve existir preocupação quanto ao presente e quanto ao futuro da empresa.

⁸¹ ver www.mliltd.com

⁸² de acordo com o publicado em <http://www.mliltd.com/clients.htm>

Monitor de Capital Humano



Adaptado de Mayo 2001

Os **colaboradores** são consideradas **como activos das organizações** não expressos nas demonstrações financeiras. Mayo procura um sistema através do qual consiga valorizar o capital humano da empresa. A sua proposta consiste em multiplicar os encargos de pessoal referente a cada trabalhador por um quantitativo denominado multiplicador de activos humanos, e de seguida dividir esse produto por 1000. O multiplicador de activos humanos é inerente a cada trabalhador analisado. O valor dos activos humanos totais da empresa é a soma do valor dos activos humanos individuais.

Valor dos Activos Humanos = (Custo dos Empregados * Multiplicador de Activos Humanos) / 1000

Esta expressão é dividida por 1000 porque Mayo pretende evitar apresentar um valor monetário, que seja confundido com o custo histórico, o valor de mercado ou o rendimento esperado dos activos humanos (Mayo 2001 capítulo 4).

E como se encontra o Multiplicador de Activos Humanos? Trata-se de um valor ponderado que varia entre 0 e 2. Os factores de ponderação são a capacidade dos colaboradores, as suas contribuições, o seu potencial, e o seu alinhamento com os valores

da empresa. Mayo defende que “os componentes do multiplicador de activos humanos são inquestionavelmente tão importantes como a categoria profissional de uma pessoa ou os seus custos”⁸³ Contudo, são factores encontrados por ajuizamento de quem utiliza o modelo. Essa base de trabalho está por isso sujeito a alguma subjectividade.

Segundo este modelo, um objectivo importante da organização deve ser maximizar o valor do capital humano. Mayo identifica três grandes grupos de actividade para esse efeito. Designadamente, i) a aquisição de novos activos humanos, ii) a retenção dos activos humanos da organização e iii) o seu crescimento. Deve ser analisado o sucesso que cada um desses grupos de actividades têm, bem como quais os factores que conduzem ao sucesso.

Depois de avaliados os colaboradores da organização, o modelo precisa de analisar a **motivação e o empenho dos colaboradores**. Estes são aspectos fundamentais na criação de valor. Para isso, terá de ser analisado qual o ambiente de trabalho que conduz ao sucesso organizacional. São identificados indicadores para factores como, a liderança, o grupo de trabalho, o apoio pratico entre os colaboradores, a aprendizagem e o desenvolvimento ou as recompensas e os prémios de desempenho.

A ultima componente do modelo refere-se ao **valor criado pelos colaboradores da organização**. Segundo Mayo (2001), o valor criado deve ser analisado, em termos financeiros e em termos não financeiros, tanto em relação aos proprietários como aos diferentes stakeholders da empresa. Deve ser feita também uma análise relativa ao valor criado no presente e às projecções de criação de valor no futuro.

Em termos financeiros, este autor propõe uma reformulação das demonstrações de resultados de forma a que seja melhor identificada a criação de riqueza para os diferentes stakeholders envolvidos no processo. Para isso o autor identifica um conceito de valor liquido para distribuição.

A sua proposta neste campo é a de que, a empresa tem receitas com as vendas e com as prestação de serviços. Este valor deve ser diminuído pelos custos de consumos de materiais, os custos de aquisição de serviços as amortizações e as depreciações. O valor assim encontrado é valor liquido para distribuição. No caso de a empresa ter resultados positivos, este valor pode ser i) distribuído aos proprietários da empresa, ii) afecto a outros stakeholders como o pessoal, os credores ou o governo, ou então iii) torna-se em resultados retidos para utilização da empresa⁸⁴. Caso a empresa tenha resultados negativos não podem ser distribuídos dividendos nem existem resultados retidos. Faz-se uma exemplificação:

⁸³ Mayo (2001) ppg 83

⁸⁴ Mayo (2001) reconhece outras formas financeiras de distribuição de riqueza a stakeholders tais como os descontos ou as promoções aos clientes, as eficiências atribuídas aos fornecedores, a oferta de produtos gratuitos ao público e às comunidades os patrocínios, ou por exemplo a cobrança de impostos em nome do Estado (exemplo IVA)

Demonstração de Resultados Convencional

Vendas (e Prestação de Serviços)	5.000
Consumo de materiais	500
Custos de pessoal	1.000
Aquisição de serviços	1.500
Depreciação (e Provisões)	300
Juros	200
Resultados antes de Imposto	1.500
Imposto (40%)	600
Resultado após imposto	900
Dividendos	250
Resultados Retidos	650

Proposta de Demonstração de Valor

Vendas (e Prestação de Serviços)	5.000
Consumo de materiais e serviços depreciações e provisões	2.300
Valor liquido para distribuição	2.700
Para quem o valor é distribuido?	
Aos Empregados	1.000
Aos Titulares do Capital	
>Dividendos (accionistas)	250
>Juros	200
Ao Governo	600
Resultado Retidos	650

Adaptado de Mayo 2001 ppg 218

Os colaboradores da organização criam também valor não financeiro quer para os accionistas quer para os demais stakeholders. Por exemplo os proprietários podem ser beneficiados com as alianças estratégicas ou com a confiança dos investidores na organização. Mayo (2001) procura sistematizar diferentes indicadores de valor não financeiro criado pela empresa para os stakeholders da empresa, tais como os parceiros de negócio, os clientes, os empregados, os fornecedores, o publico o governo ou a comunidade. Como referido antes, esta análise deve ter também em conta o futuro da organização.

Considerar os colaboradores como activos da empresa é algo discutível. De forma alguma os colaboradores são activos do ponto de vista contabilístico. Os colaboradores são seres humanos. Não são detidos pela empresa.

Nesse sentido é também discutível encontrar algo denominado como o valor dos activos humanos. Sobretudo se isso é feito a partir dos encargos de pessoal. Mas admite-se que a estrutura de pessoal de uma empresa seja valorizável em termos monetários. E reconhece-se como o conceito de Mayo permite relacionar os encargos de pessoal com factores como a capacidade, o potencial, ou a integração dos colaboradores na organização. É uma base de trabalho à qual está associada alguma subjectividade.

As outras componentes do capital intelectual, deixadas de parte por este modelo, nomeadamente o capital estrutural e capital relacional, são inerentes às pessoas mas não se confundem com as pessoas da organização. São componentes de valor capturados pela organização. Contudo a importância da sua análise não é contemplada neste modelo.

Relativamente à proposta de Mayo para modelização da demonstração de resultados, o seu modelo não distingue os tipos de custos, nem os tipos de receitas. As receitas não são todas iguais, e os custos não são todos iguais. Importa distinguir nas demonstrações de

resultados, quais as origens dos fluxos financeiros da empresa. Importa também distinguir quais os custos de funcionamento, e quais os custos que são também investimentos na geração de fluxos monetários futuros tais como a investigação e o desenvolvimento, a formação de pessoal, a publicidade, as despesas de marketing, etc

A análise dos factores de motivação e de desempenho dos colaboradores pode tornar-se útil na compreensão do valor financeiro criado e do valor financeiro que pode ser criado no futuro.

4.3.5 Value Chain Scoreboard

A designação do modelo Value Chain Scoreboard, pode ser traduzida para algo como quadro de resultados da cadeia de valor. Este modelo foi proposto por Baruch Lev em 2001. Baruch Lev é professor na Stern School of Business em Nova York, dirige o centro de investigação Vincent C. Ross, é consultor de grandes instituições como a SEC, sendo também consultor de empresas.

Apesar de Baruch Lev, referir no seu currículo ter como foco profissional recente, realtivamente ao seu trabalho de consultor de empresas, “*valorizar o capital intelectual*”⁸⁵, o seu modelo assenta numa perspectiva algo distinta da perspectiva preconizada pelo movimento do capital intelectual. Ao apresentar o seu modelo, Baruch Lev (2001) não faz considerações em defesa de que o valor da empresa deve ser idêntico a soma dos activos físicos e financeiros com o capital intelectual, tal como a generalidade dos autores do movimento do capital intelectual.

Como coincidência, o modelo de Lev é apresentado no momento da queda do Nasdaq. Isso é um motivo de preocupação para Lev⁸⁶. Não por ele ter sido um defensor daquilo a que se denominava por uma “*Nova Economia*” assente em activos intangíveis invisíveis, identificada pelos sectores de empresas de informática e comunicações. Como é sabido, relativamente a essas empresas, os preços das suas acções, depois de uma forte subida na bolsa nos anos 90, tiveram uma grande queda a partir de 2001⁸⁷. Lev considera que por esse motivo não necessita de se arrepender, ficar angustiado ou se auto flagelar⁸⁸. A sua preocupação está em que os activos intangíveis e factores como a inovação, a descoberta de novas formas de operar ou os modelos de negócio, são de facto importantes para a criação de valor das empresas. E são importantes tanto para as empresas de sectores de actividade relativamente novos, quer para empresas de sectores de actividade considerados tradicionais. A queda das acções das empresas do Nasdaq pode afastar a atenção de aspectos muito importantes do processo de criação de valor.

A sua proposta está assente nas recentes teorias económicas do crescimento endógeno. Baruch Lev atribui grande importância a Romer, a quem denomina um dos grandes autores

⁸⁵ Informação retirada da pagina digital do autor em <http://pages.stern.nyu.edu/~blev/>

⁸⁶ Ver Lev 2001 capítulo 6 e Lev 2003

⁸⁷ Ver capítulo anterior

⁸⁸ Expressão do próprio Lev (2001) ppg 130

da teoria económica do crescimento moderna e também um dos grandes autores da definição das regras económicas dos activos intangíveis⁸⁹.

A filosofia subjacente ao seu modelo é a de que: 1) para existir crescimento, as organizações têm de descobrir e aprender novas formas de desempenhar as suas actividades com maior produtividade. Para esse objectivo precisam por exemplo de ter ideias de como comercializar produtos mais competitivos, ideias de como aplicar melhores tecnologias, ideias de como obter um melhor posicionamento junto do cliente, ideias de como encontrar formas mais eficientes de produzir, etc.; 2) Escolhidas as ideias e transformadas em conhecimento, os conhecimentos sobre como organizar melhor a empresa precisam de ser implementadas; 3) Após a implementação das novas formas de operar, a empresa deve criar valor efectivo através dos benefícios relativos à comercialização e/ ou dos efeitos nas suas receitas e nas suas despesas.

Segundo Lev, o actual sistema financeiro presta pouca atenção às duas primeiras fases deste processo. Ou seja, as fases da descoberta e da aprendizagem, e a fase da implementação das novas ideias. Os sistemas financeiros estão concentrados nos efeitos da comercialização e da aplicação das ideias, que correspondem à terceira fase. Esta última fase reflecte-se de forma mais clara nas demonstrações financeiras. Contudo, isso não significa que os indicadores financeiros não sejam importantes no processo de avaliação do valor criado. Nas palavras de Lev, a informação financeira permite uma “*reality check*” (Lev 2001 ppg 119) do que se está a passar ao longo das três fases do processo. O seu modelo procura também complementar os sistemas de apresentação da informação financeira.

O modelo de Value Chain Scoreboard encontra também proximidade com um modelo estratégico para a organização. E este modelo propõe também a identificação de um sistema de criação de valor. A partir de cada uma das três fases de criação de valor são identificados subgrupos de indicadores. A intenção é fornecer uma representação compreensiva dos itens de informação mais relevante. Mas o modelo precisa de ser adaptado a cada empresa ou a cada indústria (Lev 2001 ppg 110 adaptado).

⁸⁹ Baruch Lev (2001) ppg. 131, ppg. 22 e ppg 40. ver também capítulo 3 deste texto

Value Chain Scoreboard

Descoberta e Aprendizagem

Implementação

Comercialização

1 - Renovação Interna

- Investigação e desenvolvimento
- Treino e desenvolvimento da força de trabalho
- Capital organizacional, processos

2- Capacidades Adquiridas

- Compras de Tecnologia
- Utilização exterior à organização
- Investimentos de Capital

3. Estabelecimento de Redes

- Alianças e joint ventures de I&D
- Integração de clientes e de fornecedores
- Integração em comunidades empresariais

4 - Propriedade Intelectual

- Patentes, marcas e copyrights
- Acordos de licenciamento
- Conhecimento codificado

5 - Tecnologia em Desenvolvimento

- testes clínicos, aprovações das autoridades
- Testes e projectos piloto
- Primeiras iniciativas

6- Internet

- Tráfego nas páginas
- Compras online
- Grandes alianças na Internet

7- Clientes

- Alianças de Marketing
- Valores das Marcas
- Clientes e seus valores
- Vendas online

8. Desempenho

- Receitas, resultados e quotas de mercado
- Receitas das inovações
- Direitos sobre patentes e conhecimento
- Activos e ganhos do conhecimento

9- Perspectivas de Crescimento

- Desenvolvimentos de produtos e datas de lançamento
- Eficiências e poupanças esperadas
- Iniciativas planeadas
- Breakeven esperado e necessidades monetárias

Adaptado de Lev
(2001)

1) Para a fase de descoberta e de aprendizagem de novas ideias e de novos conhecimentos são propostos indicadores relacionado com; a) a renovação interna, onde se inclui o desenvolvimento interno de capacidades e competências, através da Pesquisa e do Desenvolvimento, do treino e do desenvolvimento da força de trabalho ou da melhoria dos processos organizacionais; b) a aquisição de capacidades ao exterior, através de investimentos em factores de produção e de comercialização; c) o estabelecimento de redes e parcerias com entidades exteriores à organização. Através destas redes a organização tem também um amplo campo para a descoberta e para aprendizagem. As redes podem ser

feitas com os clientes, ou os fornecedores, mas também com parceiros que inter ajudam a desenvolver projectos de Pesquisa e Desenvolvimento ou com comunidades de empresas ou profissionais de áreas de actividades relacionadas com a organização.

2) A fase seguinte da cadeia de valor representa a etapa crucial de **implementar** os contributos oriundos da fase anterior. Devem ser feitas aplicações concretas das ideias e dos conhecimentos. São identificadas também três áreas de análise: **a)** a propriedade intelectual onde deve ser feita uma identificação das patentes, das marcas, os copyrights, as licenças ou o conhecimento codificado; **b)** a tecnologia em desenvolvimento na empresa, onde se identificam projectos para os quais começam a existir os primeiros resultados como a aprovação das autoridades, ou testes pilotos; **c)** a actuação da organização na Internet.

3) A terceira fase é designada por **comercialização**, e traduz-se no sucesso obtido com o processo de inovação. Está subdividida em dois subgrupos de efeitos concretos das duas fases anteriores, designadamente o subgrupo clientes e o subgrupo performance, e subdividida num subgrupo relacionado com as perspectivas de crescimento futuro da organização: **a)** clientes, são um ponto chave do processo de comercialização. Neste campo são estudados factores relacionados com os clientes, tais como as suas características, as vendas, as marcas, as alianças de marketing, etc.; **b)** a performance, identificada por Lev, traduz-se essencialmente em performance financeira relacionada com os resultados, ou com as receitas. Embora sejam estudados em particular também indicadores financeiros relacionados com activos intangíveis, como por exemplo receitas da inovação, royalties das patentes, ganhos sobre activos do conhecimento etc. ou as quotas de mercado; **c)** a componente da caixa 9, denominada perspectivas de crescimento futuro, segundo Lev, deve ser a única componente onde não se apresenta dados factuais. Esta componente centra-se em informação orientada para o futuro da organização. (Lev 2001 ppg 114). Aqui devem ser identificados factores como os produtos que a organização planeia lançar, as actividades planeadas, as eficiência e as poupanças futuras esperadas, ou os break-even e os consumos de capital futuro esperados.

Ao contrário da generalidade dos outros modelos anteriores, Lev apresenta subgrupos de indicadores, mas não oferece listagens de exemplos desses indicadores. Apenas apresenta um sistema lógico de análise do valor criado. O autor recomenda que este modelo deve ser adaptado às especificidades de cada indústria e de cada empresa. Por exemplo, empresas sem actividade na Internet não precisam de usar a caixa relacionada com a Internet. Empresas sem propriedade intelectual devem minimizar o uso dessa caixa. Etc.

Um outro aspecto importante deste modelo é o seguinte. Apesar de o autor não apresentar listagens de exemplos de indicadores não financeiros, recomenda que os indicadores a encontrar devem satisfazer três critérios: i) quantificabilidade, ii) a standartização e iii) ligação científica ao valor (Lev 2001 ppg. 115-117):

- i) Devem ser indicadores quantitativos. Os aspectos qualitativos devem ser fornecidos em anexo ao scoreboard.
- ii) Devem ser standartizados para poderem ser comparados entre empresas e entre indústrias

- iii) Este último critério é considerado por Lev como o mais importante. Os indicadores devem ser confirmados por evidência empírica como sendo importantes para os utilizadores. Geralmente isso é feito através do estabelecimento de uma associação estatística relevante entre as medidas escolhidas e os indicadores de valor da empresa como as acções ou as melhorias de produtividade

O modelo de criação de valor do Lev é identificado pelo processo dinâmico de descobrir e aprender, implementar e comercializar.

Tal como na generalidade dos modelos anteriores, Baruch Lev defende que os gestores não devem fazer uma valorização directa do valor monetário da empresa, mas antes apresentar indicadores que permitam a avaliação desse valor por entidades exteriores à empresa. Este modelo permite também uma abordagem explicativa da forma de gerar resultados e fluxos monetários da empresa.

Mas deve ser notado como não existe uma sistematização profunda dos diferentes agentes envolvidos no processo de criação de valor. O modelo reconhece a importância dos clientes, mas alguns stakeholders importantes, como por exemplo os colaboradores, os fornecedores, ou os parceiros estratégicos, são tratados de forma muito restrita no modelo.

Este modelo oferece uma análise reduzida dos activos físicos e monetários da organização. Porém, estes activos podem ser muito importantes no processo de criação de valor. Os seus investimentos e a sua gestão podem ter efeitos bastante profundos na geração de receitas e de fluxos monetários da organização.

A forma de encontrar os indicadores também é discutível. Lev defende que todos os indicadores devem ser quantitativos no modelo. Os indicadores qualitativos devem aparecer em anexo. No entanto, para se analisar os factores intangíveis de uma organização e os seus efeitos no processo de criação de valor tem de se fazer uma análise qualitativa. Observem-se alguns exemplos. Embora seja uma informação importante, não basta saber quanto se gastou em campanhas de publicidade. Tem de se saber quais foram as campanhas, qual o seu propósito, e como se enquadram no posicionamento da organização. Do mesmo modo, embora seja uma informação importante, não basta saber quanto se gastou em Investigação e Desenvolvimento, tem de se conhecer, pelo menos, quais os projectos mais importantes que foram concluídos a partir desses investimentos.

Na identificação dos indicadores, Lev defende também que estes devem se confirmados empiricamente como relevantes para os utilizadores. Geralmente, segundo Lev, isso é feito através estabelecimento de uma associação estatística relevante entre as medidas escolhidas e os indicadores de valor da empresa como as acções ou as melhorias de produtividade.

No entanto, Lev não define o que entende por produtividade. É também muito discutível que a evolução do valor das acções seja um indicador perfeitamente adequado para avaliar o trabalho dos gestores da organização. A evolução do preço das acções depende de muitos factores. Alguns como por exemplo a evolução da economia, a taxa de juro, algumas pressões do mercado de capitais, etc. são independentes da organização.

Mesmo alguns indicadores identificados no modelo de Lev estão de tal forma integrados no funcionamento das operações da organização, que se torna muito difícil de modelizar matematicamente o seu efeito isolado sobre o preço das acções ou sobre a evolução da produtividade. A identificação de indicadores isolados terá de passar por uma concepção teórica de como a empresa cria valor. Mas nem sempre essa concepção poderá ser demonstrável em termos matemáticos.

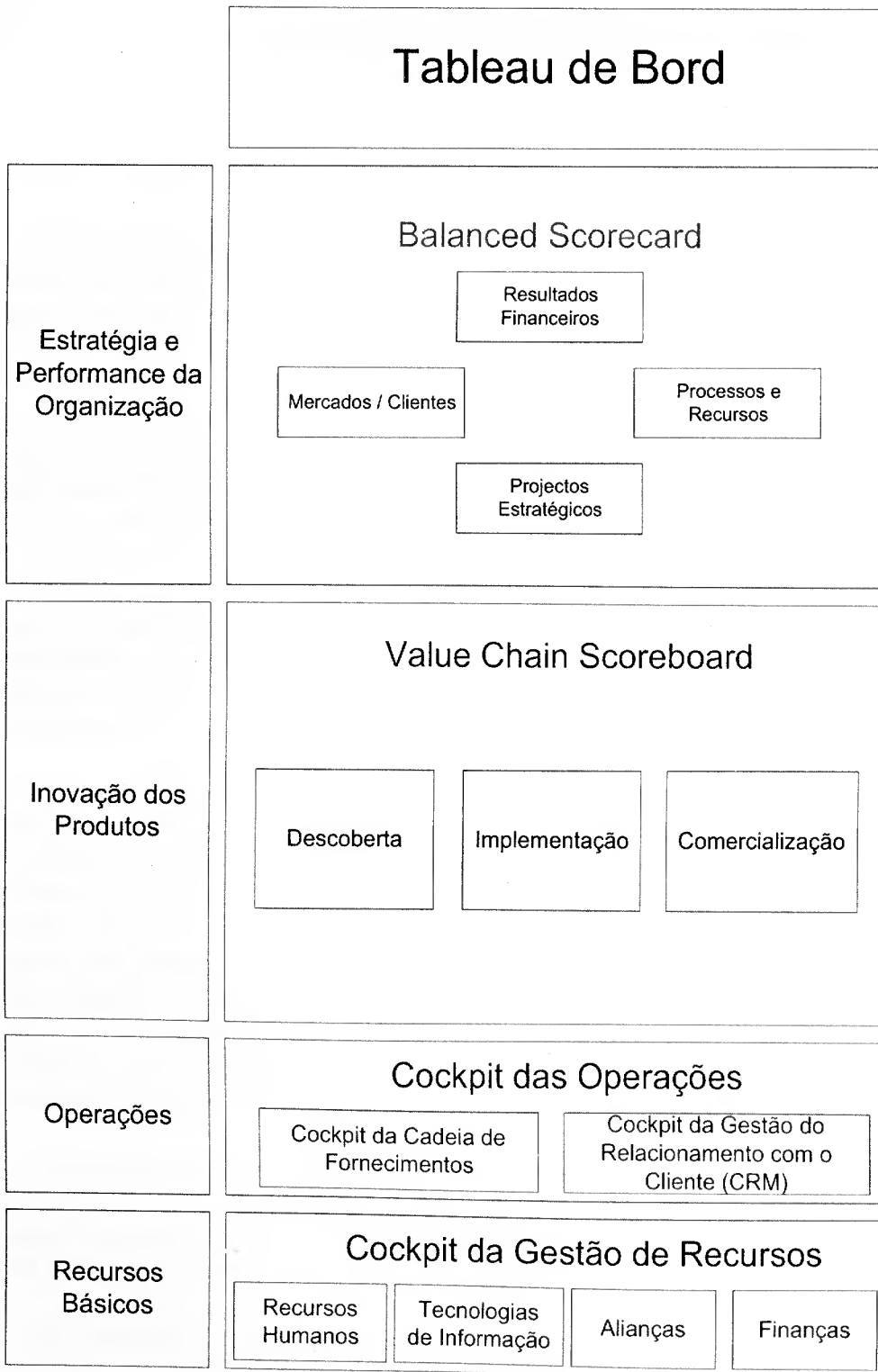
4.3.6 Modelo Híbrido

O autor deste modelo, Jorge Daum é um consultor de negócios sénior da conhecida empresa multinacional de sistemas de gestão SAP AG. Trabalhou na criação de sistemas de gestão com suportes informáticos aplicados em grandes empresas internacionais que são clientes dos software da SAP.

Este autor exprime também proximidade com o movimento do capital intelectual. Faz referência ao modelo valor monetário proposto por Edvinsson e Malone em 1997, encontrado através da adição do valor do capital financeiro ao valor do capital intelectual (ver Daum 2003 capítulo 1).

Em 2003, Daum publica um modelo de contabilização e sistematização de métricas com características híbridas. Nesse modelo são integrados os contributos de dois modelos anteriores, em conjunto com duas abordagens complementares. É feita a integração do modelo de Balanced Scorecard de Kaplan e Norton, com o modelo Value Chain Scoreboard de Lev. Estes dois modelos são depois complementados por uma perspectiva operacional da empresa e por uma outra perspectiva da gestão dos recursos da organização.

Modelo Híbrido de Daum (2003)



O modelo de Daum identifica-se com um *tableau de board*. Tem quatro níveis, designadamente, 1) a estratégia e performance da organização; 2) inovação dos produtos; 3) operações; 4) recursos básicos. Para cada nível deve ser feita uma análise tanto dos factores em estudo como dos riscos associados a esses factores. Daum propõe um conceito de "*biblioteca de indicadores gerais*", onde aparece uma listagem e um descritivo dos indicadores de cada nível.

Em **estratégia e performance**, o modelo de Daum (2003) estuda a estratégia global da organização. Para esse efeito Daum vai integrar um modelo de indicadores adaptado do *Balanced Scorecard* de Kaplan e Norton.

Para o segundo nível, **a inovação dos produtos**, o modelo vai aproveitar a proposta de Baruch Lev (2001). São tipificados indicadores relacionados com os três níveis de criação de valor do modelo daquele autor, designadamente, a descoberta, a implementação e a comercialização.

O terceiro nível dedicado às **operações**, permite uma análise da actividade operacional. É identificada uma cadeia de valor, tipificada em dois conjuntos distintos de actividades; a) cadeia de fornecimentos, onde se encontram os diferentes fornecedores da organização e processos de aquisição; b) gestão do relacionamento com o cliente, factor considerado fundamental na geração de receitas e de fluxos monetários.

O quarto nível é dedicado a gestão **dos recursos básicos da organização**. Neste campo são analisados indicadores relacionados com grupos de recursos considerados fundamentais. São identificadas quatro categorias, a) os Recursos Humanos, b) as Tecnologias da Informação, c) as Alianças, e d) as Finanças.

Uma vez que este modelo utiliza como suporte de base alguns dos modelos anteriores, está sujeito às mesmas dificuldades que esses modelos de suporte apresentam e que foram apresentadas anteriormente.

Acrescenta-se que este modelo está também profundamente centrado no conceito de activo intangível. Por exemplo no nível 3, o relacionamento com o cliente e a cadeia de fornecimento são considerados activos intangíveis. Daum tem um conceito muito amplo de activo intangível "*é tudo o que não é físico nem monetário mas tem valor para a organização*" (Daum 2003 ppg 16). Centrar a análise apenas numa dicotomia activo intangível - custo pode subentender uma análise do valor criado pela organização algo estática. O conceito de activo intangível seguido dificulta a análise sobre os activos intangíveis devido à sua mal definida amplitude.

Parece ser um procedimento interessante o aproveitamento de distintos modelos na análise do desempenho e do valor criado. Embora, deva existir prudência relativamente à redundância de informação.

A utilização dos modelos de Balanced Scorecard e Value Chain Scoreboard por parte de Daum é feita com adaptações aos modelos originais. Relativamente à adaptação de balanced Scorecard, por exemplo, a perspectiva de renovação e desenvolvimento é substituída por projectos estratégicos. No nível 2, para análise dos novos produtos, é utilizado o modelo de Lev. Contudo o modelo de Lev não foi criado para analisar apenas o valor em novos produtos mas antes a criação de valor de toda a empresa. E a perspectiva de renovação e desenvolvimento do Balanced Scorecard, que foi substituída no modelo de Daum, é usada no modelo original, também para analisar a criação de novos produtos. Devendo ainda ser notado como alguns novos produtos podem também ser projectos estratégicos.

No nível 3, parece ser útil a análise da gestão do relacionamento com o cliente, mas deve ser notado que esta, de uma forma ou de outra, já era analisada pelo Balanced Scorecard, e pelo modelo de Lev. Do mesmo modo, a cadeia de fornecimentos já era, de alguma forma, contemplada, no modelo de Lev.

Parece ser importante a introdução de uma perspectiva de gestão de recursos no nível 4 do modelo. A identificação do Recursos Humanos e das Tecnologias da Informação como recursos básicos chave da organização parece ser um contributo bastante importante, que tem sido algo minimizado pelos outros modelos anteriores. A sua análise talvez não assumisse a mesma importância em outros modelos.

Mas do mesmo modo que no nível 3), a análise dos recursos financeiros, e das alianças, já eram, de alguma forma, analisados nos modelos de Balanced Scorecard e de Value Chain Scoreboard originais. Estes modelos aparecem adaptados no modelo de Daum, respectivamente no nível 1 e no nível 2.

Repara-se também como a análise financeira é contemplada tanto no primeiro como no quarto nível do modelo de Daum, podendo daqui derivar também alguma redundância.

4.4 Algumas Dificuldades na Identificação e na Apresentação Pública de Indicadores Não Financeiros sobre a Organização

As apresentações de informação não financeira ao público, e a escolha dos modelos para esse efeito, são feitas sobre o pressuposto de que a informação financeira, por si só, é insuficiente. Para fazer uma apresentação pública de informação não financeira, requer-se uma determinada concepção teórica da empresa subjacente. Dentro de uma perspectiva voluntária de apresentação de informação não financeira, o FASB (2001) recomenda uma análise benefício – custo em relação à decisão de apresentação pública de indicadores não financeiros. Embora admita ser impossível a “definição quantitativa de todos os benefícios e todos os custos” deste processo. Deste modo, o FASB considera que não é possível identificar todas as vantagens e desvantagens de uma empresa apresentar informação não financeira.

Esta questão não é simples, pois a análise benefícios/custos deve ter em conta diferentes partes interessadas no assunto. Por exemplo, o gestor pode sentir-se beneficiado por sonegar ao público informação importante sobre a empresa por esta ser negativa em relação

ao seu trabalho. Mas, com isso, prejudicar os donos da empresas e outros stakeholders como o pessoal, os credores, ou outros financiadores, etc.⁹⁰.

As empresas que pretendem apresentar informação não financeira ao publico, assim como os interessados que pretendem exigir este tipo de informação às empresas, devem estar conscientes que existem dificuldades na escolha dos indicadores não financeiros e na própria apresentação publica dos mesmos. Só deste modo, poderão lidar melhor com essas dificuldades. De seguida, será feita uma descrição de sete dificuldades que podem existir relativamente à identificação e à comunicação pública de indicadores não financeiros. Não se procura fazer uma listagem exaustiva de todos os obstáculos existentes neste trabalho, apenas uma apresentação de dificuldades com importância.

1- Identificação científica dos melhores indicadores não financeiros a apresentar ao público

O problema começa logo por saber quais os indicadores que a empresa deve apresentar ao público. Como está patente no ponto anterior, existe uma grande disparidade de modelos para o efeito. Em termos gerais, não existe na Europa nem nos EUA uma obrigatoriedade sistemática e normalizada de apresentar informação não financeira que permita explicar a informação financeira.

Inerente à actividade humana das organizações existem elementos intangíveis. A questão está em descobrir quais os mais importantes para o processo de criação de valor financeiro, proceder à sua análise e decidir se devem ser comunicados ao público.

Baruch Lev (2001) defende que a identificação de indicadores não financeiros deve ser científica. Posição com a qual é fácil de concordar. No entanto, a escolha de indicadores do modelo de Lev, o Value Chain Scoreboard, procura indicadores quantitativos, expressos em termos numéricos. Os indicadores qualitativos devem ser remetidos para o anexo.

Os indicadores qualitativos ou não numéricos, como por exemplo a descrição da missão da empresa, dos projectos de investigação da empresa, das acções de formação, da qualidade dos produtos ou das campanhas publicitárias podem também ser elaborados de forma científica. A ciência não se restringe às ciências exactas. Uma conceptualização teórica de uma empresa ou de uma indústria, e dos seus modelos de negócio, pode ser difícil de estudar do ponto de vista matemático e ser debatida cientificamente, nesta concepção restrita.

Por seu turno, os autores do modelo Balanced Scorecard, Kaplan e Norton, admitem que não se consegue através de um modelo matemático adaptar e subdividir cada perspectiva do seu modelo ao caso concreto de uma empresa particular (adaptado Kaplan e Norton 1996, 1992 e Norton 2003).

⁹⁰ A questão dos benefícios e dos custos serem diferentes para pessoas diferentes, na apresentação de informação não financeira não é identificada pelo FASB (2001)

A relação directa do indicador não financeiro ao valor financeiro criado pelo gestor pode ser extremamente difícil de estabelecer. Por exemplo, Lev (2001) apela para uma ligação do indicador ao preço das acções da empresa no mercado de capitais ou a melhoria da produtividade, relação que pode ser extremamente árdua de estabelecer com precisão, ou mesmo impossível. O preço das acções e a produtividade de uma empresa, não depende de forma isolada de um indicador exclusivo.

Edvinson, um dos fundadores do movimento do capital intelectual e autor do navegador da Skandia, confessa que o facto dos profissionais que lidam com o valor empresarial e com a análise do desempenho organizacional estarem habituados a trabalhar com números e não com palavras, tal como é o caso dos especialistas em finanças, fez com que tivesse de desenvolver uma linguagem de números para explicar o seu conceito de capital intelectual. Salienta, no entanto que as pessoas não podem ser tratadas de forma despersonalizada como o dinheiro é tratado nas finanças. *“Uma pessoa não é igual a outra como um dólar é igual a outro dólar”* (Ver Edvinsson 2003 ppg 126 – 129).

Para se conceptualizarem elementos intangíveis com influência na criação de valor financeiro requerem-se indicadores quantitativos, mas também indicadores qualitativos para os quais a linguagem numérica pode não ser a mais adequada. A ligação desses indicadores ao valor organizacional pode ser difícil de estabelecer em termos exactos e tem de ser debatida conceptualmente com ferramentas lógico dedutivas. A sua análise possui uma forte ligação à teoria da organização seguida.

O estudo produzido para a Comissão Europeia (ver Commission of the European Communities – Enterprise Directorate General 2003), identifica que os quatro grandes criticismos que por norma a escolha de indicadores não financeiros escolhidos pode enfrentar são relativos à sua consistência, à sua fiabilidade, ao seu alcance ou mesmo ao seu significado no desempenho da organização.

2- Problemas de percepção na atribuição da importância aos indicadores

Depois de identificados os indicadores, a sua interpretação e o seu reporte podem também sofrer problemas de percepção. Pode ser atribuída uma importância excessiva a indicadores irrelevantes para o processo de criação de valor financeiro, ou, pelo contrário, podem ser ignorados ou analisados superficialmente indicadores com uma extrema importância para esse processo. Sobre os problemas de percepção na tomada de decisão humana ver por exemplo Robbins 2001.

3- Inadequada medição do valor dos indicadores

Mesmo se a escolha dos melhores indicadores não financeiros a utilizar for a mais correcta, tal como identificam Ittner e Larcker (2003), os indicadores não financeiros podem ser mal medidos, e a partir daqui induzir à tomada de decisões indevidas.

A escolha dos indicadores não financeiros a utilizar deve ser acompanhada pela escolha da metodologia e do sistema de controlo relativo à identificação desses indicadores.

4- Fragilização da posição competitiva

A produção de informação não financeira sobre o desempenho da organização pode ser comunicada ao público ou não. Caso seja comunicada ao público podem existir problemas relativos à fragilização da posição competitiva da empresa relativamente aos seus competidores empresariais (FASB 2001). Um processo de comunicação de informação não financeira deve estar acautelado este problema.

Ao tornar públicos factores como a estratégia da empresa, os produtos em fase de investigação e desenvolvimento, as ideias para novos processos, ou os clientes sobre os quais se pretende actuar no futuro, a empresa pode estar a alertar os competidores sobre as áreas em que pretende actuar. Se os concorrentes empresariais mantiverem confidencial essa mesma informação, a empresa pode estar a criar uma desvantagem competitiva por tornar essa informação pública.

Como foi visto antes, o conhecimento é um recurso precioso das organizações, o qual não se pode controlar completamente. No caso em que os conhecimentos sobre aspectos importantes da empresa são tornados públicos, a empresa não se pode proteger da utilização desse conhecimento por empresas concorrentes.

Para evitar esta dificuldade, os modelos de apresentação de informação não financeira devem encontrar um posicionamento de equilíbrio em que a necessária transparência da gestão não contribua para a fragilização da posição competitiva da empresa.

5- Excesso de informação (Information Overload)

A existência de um excesso de informação não financeira pode prejudicar a gestão da empresa e a análise do valor criado, pois o mais importante será dar atenção aos factores críticos da gestão da organização. Tal como comenta Herbert Simon, (citado por Shapiro e Varian 1999), *“a riqueza da informação cria a pobreza da atenção”*. A atenção humana não é ilimitada. A atenção da análise de valor financeiro criado deve centrar-se nos aspectos mais importantes desse processo.

A apresentação da informação não financeira deve preocupar-se em sintetizar os aspectos que considera mais importantes devendo evitar apresentar um imenso conjunto de dados irrelevantes para essa análise.



6- Encargos financeiros de produzir informação

Se a divulgação de informação sobre a empresa requer encargos financeiros relativamente baixos, inerentes à impressão de relatórios e livros, gestão de páginas na internet, custos com assembleias gerais, custos com conferências de imprensa, etc. a produção dessa informação pode ser bastante dispendiosos (adaptado de Shapiro e Varian 1999).

Quando se adopta um modelo que integra informação financeira e não financeira está-se também a optar por um determinado sistema de gestão, que requer investimento financeiro e requer horas de trabalho de colaboradores de diferentes áreas da organização.

7- Dificuldades de normalização e comparabilidade da informação não financeira de empresas diferentes

Existe uma grande variabilidade de formas para apresentar informação não financeira usadas por empresas diferentes ou explicitadas em modelos teóricos diferentes.

Alguns indicadores não financeiros apenas são inerentes às características particulares de cada empresa e dos seus negócios, e como tal, dificilmente podem ser normalizados. Mas existem indicadores não financeiros normalizáveis relativamente a todas as empresas de uma economia ou a todas as empresas de uma indústria (adaptado de Sanchez, Chaminade e Olea 2000). Embora se encontrem diferenças significativas nos modelos do ponto anterior, por exemplo, todos os modelos referidos, de uma forma ou outra, reconhecem a importância dos clientes ou dos projectos de renovação empresarial.

Com raras excepções, actualmente, as empresas não são obrigadas a apresentar informação não financeira específica. Os gestores podem escolher, com quase total autonomia, qual a informação não financeira a apresentar e qual o seu modelo de suporte. Isso dificulta a comparabilidade de informação não financeira entre empresas diferentes e também os processos de auditoria na apresentação de informação não financeira uma vez que não existem normas nem objectivos que devam ser respeitados na apresentação de informação não financeira. Como tal, estes aspectos, dificultam a análise do desempenho e do valor financeiro criado.

8 Reserva dos gestores em apresentar informação não financeira negativa sobre o seu trabalho ou sobre a sua empresa.

Pelo facto de os gestores não serem obrigados a apresentar informação não financeira específica podem ser tentados a apresentar apenas informação não financeira que promova a boa qualidade do seu trabalho e a boa posição da sua empresa. Excluindo os aspectos negativos dessas matérias.

Como é sabido, a apresentação de informação financeira negativa pode funcionar como um alerta para a existência de graves problemas na forma de funcionar da empresa. A

supressão por parte dos gestores de informação não financeira negativa, pode restringir bastante a análise do valor financeiro criado.

4.5 Apontamentos Sobre o Debate Relativo à Obrigatoriedade das Organizações Apresentarem Informação Não Financeira Específica ao Público.

É reconhecida a insuficiência na análise do desempenho organizacional da informação financeira histórica e dos indicadores financeiros clássicos produzidos a partir desta informação. A informação financeira não se explica por si própria, apenas através de registos meramente financeiros. Torna-se insuficiente para compreender o próprio valor financeiro criado e não oferece uma perspectiva fundamentada quanto à evolução futura dos resultados e dos fluxos monetários da organização.

Esta insuficiência é reconhecida por instituições mundiais importantes como a UE, o IASB, a SEC, o FASB ou a OCDE, e por autores financeiros conotados com o modelos clássicos de análise do valor financeiro criado⁹¹.

É conhecido que as organizações apresentam informação não financeira ao público, em relatórios de gestão, em diversas comunicações ao público, em páginas da internet, etc.. Mas, por norma, sem obrigatoriedade e de forma voluntária. Ao contrário da apresentação de informação financeira, a apresentação de informação não financeira, em termos gerais, não é imposta por nenhuma autoridade e não tem nenhuma obrigação de cumprir requisitos de comparabilidade e/ou normalização. Deste modo, os modelos de apresentação da informação não financeira variam bastante de empresa para empresa. Os gestores das organizações praticamente, têm, plenos poderes, na escolha da informação não financeira a apresentar ao público.

Partindo do pressuposto que a apresentação de informação exclusivamente financeira é insuficiente para compreender o desempenho organizacional e o trabalho dos gestores, requer-se a apresentação de informação não financeira. Mas deverá essa informação ser solicitada de forma voluntária às empresas ou deverá ser exigida de forma obrigatória?

Sanchez, Chaminade e Olea (2000) apresentam uma tipologia de três tipos de indicadores de factores intangíveis que pode ser útil para este debate: i) existem indicadores genéricos e aplicáveis a todas as empresas de uma economia, por identificarem aspectos presentes e comparáveis em todas as empresas; ii) existem indicadores aplicáveis especificamente a cada indústria, relacionados com as características que uma empresa deve possuir para participar nessa indústria; iii) existem indicadores específicos de cada empresa.

Em relação aos indicadores do terceiro nível, forçosamente, tem de existir uma autonomia das organizações para o seu desenvolvimento e apresentação uma vez que são específicos da própria empresa. Os indicadores do primeiro e do segundo nível são, ou

⁹¹ ver capítulo 6

aplicáveis a todas as empresas da economia, ou a todas as empresas de uma indústria. Portanto, é em relação aos indicadores dos dois primeiros níveis que se coloca a questão de saber se deve existir uma apresentação obrigatória dos mesmos por parte das empresas.

Fazendo referência ao debate sobre a obrigatoriedade de apresentação por parte da empresa de informação não financeira ao público, podem ser identificáveis duas grandes correntes antagónicas. Uma primeira corrente considera que as organizações não devem ser obrigadas a apresentar informação não financeira, devendo fazê-lo de forma voluntária. Uma segunda corrente considera que a apresentação de informação não financeira deve ser obrigatória, embora o consenso quanto ao melhor modelo de apresentação de informação não financeira esteja longe de ser encontrado.

4.4.1 Corrente que defende a apresentação voluntária de informação não financeira

Na primeira corrente incluem-se, por exemplo, as autoridades, IASB, SEC, FASB ou autor do modelo, Value Chain Scoreboard, Baruch Lev⁹². Defende-se que apresentação da informação não financeira deve ser voluntária, cabendo às autoridades dois grandes papéis. Em primeiro lugar, o incentivo à apresentação de informação não financeira que permita compreender melhor o desempenho da organização e as suas perspectivas financeiras. Em segundo lugar, as autoridades devem desenvolver modelos e normalizações que facilitem a apresentação voluntária desta informação. Sem, contudo, serem criados modelos ou normas que as empresas devam seguir de forma obrigatória.

Existe um relativo optimismo nesta corrente. Considera-se que os investidores, o mercado de capitais, e/ou os diversos stakeholders irão penalizar as organizações que não apresentarem este tipo de informação. Por exemplo, através do aumento do custo do capital, da volatilidade dos preços dos títulos na bolsa ou da diminuição do volume de negócios. Deste modo, não é necessário impor a apresentação pública dessa informação pois as empresas que não o fizerem serão penalizadas.

Às autoridades cabe o papel de incentivar e ajudar a normalização da apresentação de informação não financeira. Mas como não existe obrigatoriedade na sua apresentação, existe uma grande liberdade de actuação das empresas, que se reflecte por exemplo quando o FASB recomenda que a decisão de fazer uma apresentação voluntária de informação não financeira num determinado ano não obriga a continuar a fazer essa apresentação nos anos seguintes se essa informação *“deixar de ser relevante ou uma métrica melhor for encontrada”* (FASB 2001, Executive Summary ppg vi).

A ampla margem de actuação dos gestores na apresentação de informação não financeira pode ter consequências a nível da comparabilidade e da transparência da informação. Um problema maior pode ocorrer relativamente à informação negativa sobre o trabalho dos gestores na condução da empresa. Uma vez que os gestores não são obrigados a apresentar informação podem ser tentados a não publicar informação prejudicial para si

⁹² Ver IAS 38, parágrafo 117, SEC 2001, FASB 2001 e Baruch Lev 2001 capítulo 5, e 2003

próprios. Publicando apenas uma espécie de informação não financeira promocional sobre a empresa e o seu trabalho de gestão.

Quanto a este assunto, por exemplo Lev argumenta que *“nenhuma notícia é má para o mercado de capitais, o silêncio é que é penalizado”* (Lev 2001 ppg 122). De facto, uma das características na obrigatoriedade da apresentação da informação de cariz financeiro é a de que, teoricamente, se torna obrigatório apresentar as boas e as más notícias financeiras. Quando os resultados ou os fluxos monetários da organização são negativos, isso pode funcionar como um alerta para a ocorrência de problemas na organização.

4.4.2 Corrente que defende a apresentação obrigatória de informação não financeira

No campo antagónico inscrevem-se aqueles que consideram que deve existir obrigatoriedade na apresentação de informação não financeira específica. Por exemplo Kaplan e Norton, autores do modelo de Balanced Scorecard, Edvinson, autor do Navegador da Skandia, Sveiby, autor do monitor dos activos intangíveis, Mayo, autor do Monitor de Capital Humano, ou Daum, autor do modelo híbrido. Estes autores, de uma forma ou de outra ambicionam algo como a extensão de modelos semelhantes aos seus a todas as organizações económicas⁹³. Alguns países, como por exemplo a Dinamarca, começaram a solicitar às suas empresas um reporte sistemático dos seus activos intangíveis⁹⁴.

A adopção por parte das autoridades de um determinado modelo obrigatório de análise de desempenho das organizações, onde seja feita uma integração da informação financeira com a informação não financeira, traduz-se na escolha de um determinado modelo de gestão. A escolha desse modelo terá consequências na prática de gestão que não devem, de forma alguma deixar de ser consideradas.

Essa escolha permite criar uma estrutura comparável de apresentação da informação, adequado a diferentes empresas e a diferentes indústrias. Obviamente, qualquer modelo desse género tem de ser adaptável às características de cada empresa ou de cada indústria. Mas podem ser encontrados factores de normalização e comparabilidade entre empresas diferentes.

A obrigatoriedade da apresentação da informação aumenta a responsabilidade dos gestores perante a informação apresentada ao público. Existe uma menor possibilidade quanto à ocultação de informação não financeira negativa sobre a empresa. Como são definidos factores objectivos na apresentação de informação não financeira, um trabalho de auditoria não financeira torna-se mais acessível, porque se sabe com maior rigor qual a informação que deve ser apresentada pela empresa.

⁹³ Ver por exemplo Norton (2003), Sveiby (1998), Edvinson e Malone (1998) capítulo 12, Mayo (2001) capítulo 11 ou Daum (2003) capítulo 10

⁹⁴ Ver Daum 2003 ppg 401. Deve ser referido como em Portugal, ou noutros países, existe alguma informação sem cariz exclusivamente financeira que é obrigatória de ser apresentada nos relatórios de gestão ou nas assembleias gerais, etc. Mas, por norma, isso não é feito com a introdução pública e consciente de novos modelos de gestão não assentes exclusivamente em indicadores de cariz financeiro

Porém, uma medida dessa natureza tomada por uma autoridade pública implica encargos financeiros suplementares para as empresas e para os próprios Estados nacionais. As empresas de uma determinada economia necessitam de se adaptar e de investir em determinado sistema de gestão. Para além disso, serão necessários organismos com autoridade para promover, coordenar e controlar esses novos sistemas de reporte.

Um outro problema pode surgir da obrigatoriedade de as empresas apresentarem informação considerada confidencial e que pode prejudicar a empresa em termos competitivos. Em relação a este último tópico, o facto de todas as empresas de uma economia ficarem obrigadas a apresentar determinada informação não financeira, aumenta a transparência do processo de apresentação de informação não financeira e reduz a exposição de uma empresa de determinada indústria, que decidisse apresentar, de forma isolada, determinado tipo de informação não financeira (Exemplo: modelo de negócio, projectos de I&D etc.).

A posição de defesa da obrigatoriedade de apresentação de indicadores não financeiros específicos, por parte das empresas, necessita de responder a duas questões interrelacionadas: i) Em primeiro lugar quais os indicadores não financeiros que todas as empresas de uma economia, ou de uma indústria devem ser obrigados a apresentar e qual a extensão dessa obrigação? A identificação desse indicadores deve ser feita sobre uma base teórica quanto à forma das organizações criarem valor. Debate que se encontra longe de ser consensual. Existe uma grande disparidade entre modelos com o mesmo objectivo. A obrigatoriedade de apresentação de informação não financeira implica a tomada de decisões no debate de quais os indicadores não financeiros mais relevantes.

O mesmo acontece, aliás, em relação à normalização da apresentação de informação financeira, em que uma, ou mais, autoridades decidem, relativamente a determinado espaço geográfico, quais as normas contabilísticas a seguir, de entre diferentes correntes científicas e práticas empresariais sobre o assunto.

ii) Uma segunda questão associada à uma eventual obrigatoriedade de apresentação ao público de informação não financeira está em definir quem seriam as autoridades com competências para coordenar e supervisionar os modelos de apresentação de informação não financeira? Quem deve coordenar e normalizar os sistemas de reporte financeiro são autoridades especializadas em informação financeira, tais como o IASB na União Europeia⁹⁵, ou o FASB e a SEC nos EUA.

A informação não financeira necessita de formação especializada para ser produzida e para ser devidamente interpretada. Informação não financeira por exemplo sobre o pessoal, sobre os relacionamentos intangíveis da empresa, sobre o marketing, sobre as tecnologia da informação ou sobre os modelos de negócios de uma organização, etc., necessita também de competências específicas para ser produzida e para ser devidamente interpretada. As autoridades referidas no parágrafo anterior possuem competências especializadas quanto à

33 no decurso do Regulamento (CE) N.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002

apresentação de informação financeira. Importa saber se, sendo imposta uma obrigatoriedade de apresentação de informação não financeira, aquelas autoridades seriam capazes de, por si só, desenvolver novas competências informativas, ou se, pelo contrário, seriam necessárias novas autoridades com competências a nível da modelização e coordenação da apresentação de informação não financeira.

4.4.3 breve comentário final destes apontamentos

O facto de importantes autoridades financeiras como o IASB, a SEC ou o FASB, não exigirem a apresentação sistemática de informação não financeira, deixando isso para o campo de uma apresentação voluntária de informação tem consequências a nível da disparidade e variabilidade de modelos de apresentação de informação não financeira que existem nas empresas.

Uma posição que defenda a obrigatoriedade da apresentação da informação não financeira requer a identificação dos indicadores não financeiros que as empresas precisam de apresentar e das autoridades que vão coordenar e supervisionar essa apresentação de informação não financeira.

Ao se admitir que a informação financeira clássica de desempenho histórico é insuficiente para compreender o próprio valor financeiro criado e para analisar perspectivas de futuro da empresa, está-se a incentivar o desenvolvimento de instrumentos que permitam compreender melhor as actividades das organizações, interpretar melhor os resultados e os fluxos financeiros e identificar melhor o valor monetário das empresas.

Qualquer esforço de normalização de indicadores não financeiros aplicável a todas as empresas de uma economia, ou de uma indústria, não deve impedir ou restringir a apresentação de indicadores não financeiros específicos de cada empresa que não possam ser normalizados. Nem deve impedir nem restringir a liberdade de uma empresa comunicar ao público informações que considera dever seu fazê-lo.

A escolha de um modelo de apresentação sistemática e integrada de informação financeira e não financeira ao público por parte de uma empresa ou de uma autoridade oficial implica uma tomada de decisão relativa a um determinado sistema de gestão. A escolha de um modelo de apresentação de informação não financeira implica consequências na prática de gestão, porque os gestores passam a ter de estar alertados relativamente a formas, não financeiras, de avaliação do seu desempenho empresarial.

Os modelos apresentados neste capítulo, apesar de distintos, apresentam alguns elementos de semelhança. A título exemplificativo pode ser notado que os seis modelos apresentados têm em comum os seguintes aspectos:

1- Procuram oferecer complementaridade às demonstrações financeiras: Todos os modelos apresentados procuram ser complementares às demonstrações financeiras. Reconhecem a importância da informação financeira, contudo, o registo meramente

financeiro é considerado insuficiente para analisar e tomar decisões relativas à criação de valor e compreender os resultados, os fluxos monetários e o preço das acções das empresas.

2- Procuram expandir a análise relativa aos colaboradores da empresa em relação à limitada análise que é possível através das demonstrações financeiras. Para esse efeito consideram as pessoas como activos intangíveis, activos humanos ou capitais humanos: A informação que aparece nas demonstrações financeiras relacionada com os colaboradores da empresa é muito limitada, limitando-se, sobretudo aos custos com o pessoal. Estes modelos procuram oferecer fontes de informação complementar. Os modelos do capital intelectual, ou seja, o Navegador da Skandia, o Monitor de Activos Intangíveis, o Monitor de Capital Humano ou o Modelo Híbrido, consideram as pessoas da empresa como capitais humanos e como activos intangíveis. Os autores do Balanced Scorecard, Kaplan e Norton, inserem as capacidades dos empregados, a sua motivação e o seu alinhamento, na perspectiva de aprendizagem e crescimento. Referem especificamente que, para competir numa era de informação, é a mobilização e a exploração dos activos intangíveis que permite mobilizar as capacidades e a motivação dos empregados com vista à melhoria contínua das capacidades dos processos, da qualidade e do tempo de resposta (Kaplan e Norton 1996 –pg 3). Baruch Lev, autor do Value Chain Scoreboard, é talvez o autor, que dentro dos modelos apresentados, atribui uma menor importância aos colaboradores da empresa, mencionando, sobretudo, como parte do bloco 1 – Renovação Interna, o treino e o desenvolvimento da força de trabalho. Contudo, na apresentação do modelo, define que existem três grandes nexos de intangíveis, a descoberta, as práticas organizacionais e os recursos humanos (Lev 2001 pg. 6 e pg.18). Refere também a importância do capital humano, mencionando especificamente que: “human resource intangibles are now pronounced in successful corporations.” (Lev 2001 pg. 12- 14)

3- Atribuem grande importância aos relacionamentos externos da organização e em particular aos relacionamentos com os clientes: De uma forma ou de outra, todos os modelos atribuem uma grande importância aos relacionamentos das pessoas da empresa com pessoas exteriores à empresa, tais como os fornecedores, ou os parceiros estratégicos, onde se atribui uma especial importância aos clientes, que são a principal fonte de facturação da empresa. Os modelos inseridos na corrente do capital intelectual consideram à partida que o relacionamentos fazem parte do capital relacional da empresa. Por seu turno o Balanced Scorecard identifica uma perspectiva específica relacionada com os clientes e o Value Chain Scoreboard identifica um bloco relacionado com os clientes (bloco 7).

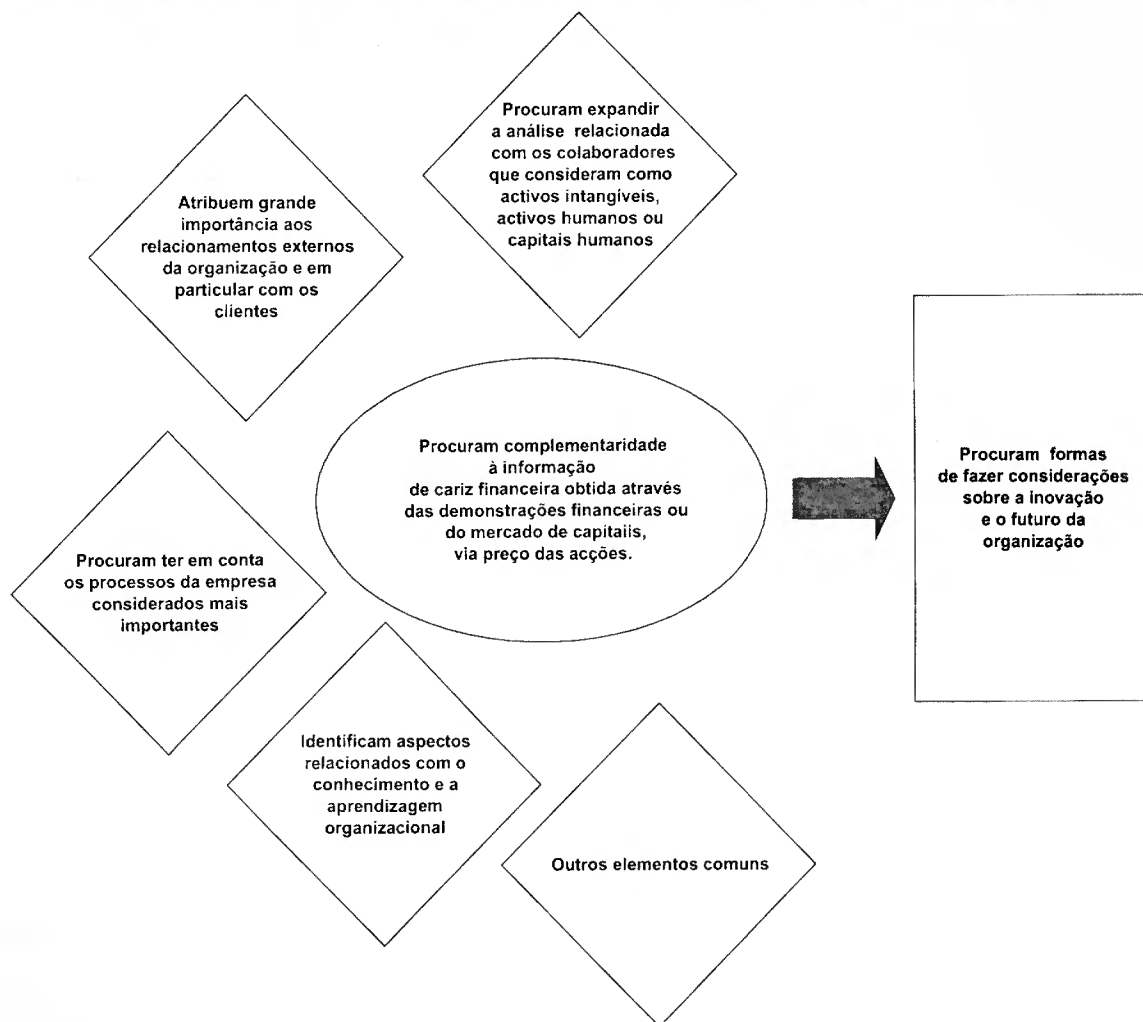
4- Procuram ter em conta os processos da empresa considerados mais importantes: A generalidade dos modelos procura considerar os processos produtivos da empresa considerados mais importantes. Nos modelos inseridos na corrente do capital intelectual, de uma forma geral, os processos são considerados à partida como fazendo parte do capital estrutural da empresa. O modelo de Balanced Scorecard identifica uma perspectiva específica relacionada com o processo de negócios interno da empresa. O modelo de Value Chain Scoreboard identifica dentro do bloco 1 aquilo que designa por capital organizacional e de processos.

5- Mencionam e integram aspectos relacionados com a aprendizagem e o conhecimento dentro das organizações. Apesar dos conceitos de aprendizagem e conhecimento serem diferentes para cada um dos autores, ou, em alguns casos nem sequer serem apresentados, eles estão presentes na concepção dos modelos. Existe uma percepção de que o conhecimento e a aprendizagem são elementos muito importantes nos processos de criação de valor. O movimento do capital intelectual distingue o conhecimento tácito que apenas é detido pelos empregados, e que deste modo faz parte do capital humano, do conhecimento formalizado que pode ser detido pela empresa, e desta forma fazer parte do capital estrutural da empresa. O modelo de Balanced Scorecard identifica uma perspectiva específica de aprendizagem e de crescimento. O modelo de Value Chain Scoreboard tem previstos vários blocos relacionados com este assunto, nomeadamente, o bloco 2 – capacidades adquiridas, o bloco 4 – propriedade intelectual e o bloco 5 - tecnologias em desenvolvimento.

6- Procuram fazer considerações sobre a inovação e o futuro da organização: Este é um aspecto crucial da generalidade dos modelos. Procuram atender uma crítica comum que geralmente é feita à informação de cariz financeiro, ou seja, que apenas consiste em informação de cariz histórico com uma perspectiva de curto prazo. Este modelos apresentam-se como úteis para formular perspectivas relacionadas com o futuro da organização. Obviamente que essas formulações não podem ser apresentadas com toda a fiabilidade, pois estão dependentes de eventos ainda não ocorridos e do próprio desempenho futuro dos gestores da organização. Mas essas formulações podem auxiliar os processos de inovação das organizações, ao permitirem o estudo de perspectivas.

Porém, os modelos apresentados no capítulo, apesar de, através de uma forma ou de outra, abordarem estes aspectos comuns, não fazem uma sistematização clara da relação existente entre eles que seria muito útil para a compreensão dos processos de criação de valor financeiro. Os modelos identificam bastantes indicadores não financeiros quantitativos, mas são muito limitados quer quanto à identificação de indicadores qualitativos, quer quanto à interpretação dos indicadores não financeiros quantitativos, ou mesmo quanto à interpretação do seu relacionamento causal com os indicadores financeiros. Por exemplo o relatório do FASB (2001) mencionado no início do capítulo, refere que é comum as empresas apresentarem informações ao público que não são identificadas, nem previstas pelas sistematizações feitas por estes modelos, tais como os planos de gestão, a descrição qualitativa dos objectivos e da estratégia da empresa, a análise da gestão sobre os dados do negócio, informações de cariz profissional sobre os gestores da empresa, etc.

Aspectos Comuns aos Modelos de Indicadores Apresentados neste Capítulo



Fonte: Próprio Autor

Os indicadores quantitativos identificados naqueles modelos são apresentados muitas vezes sem que tenha existido um estudo prévio sobre o seu impacto na criação de valor financeiro. Para além disso, seguem, por norma, uma lógica contabilística, que é a base de apresentação da informação financeira, estendendo a sua aplicabilidade a dimensões não financeiras da organização. É dentro desta lógica de operacionalidade dos modelos que as pessoas relacionadas com empresa, quer de forma interna, como os gestores ou os colaboradores, quer de forma externa, como os clientes, são denominadas como activos, activos intangíveis ou capitais da empresa.

Existe um sério problemas de compreensão da forma como o valor financeiro é criado, que se vai reflectir na escolha e na utilização de indicadores não financeiros dos quais se compreende mal a sua relação ao valor financeiro criado. O relatório preparado para a Comissão Europeia (European Commission – Enterprise Directorate General 2003) por uma equipa de especialistas oriundos da Universidade de Melbourne, da Universidade de Ferrara e da Stern Business School de Nova York, identificou cinco grandes problemas não triviais na regulação e na prática do reporte interno e do reporte externo da empresa:

1) Apesar de já existir alguma compreensão sobre o assunto, é necessário mais evidência empírica relacionada com a questão de saber como uma empresa toma as suas decisões de alocação de recursos entre activos tangíveis e intangíveis.

2) Ainda não se compreendem as ligações entre os padrões de decisões de investimento estratégico das empresas e os processos externos competitivos.

3) A recolha interna de dados afigura-se como insuficiente, em termos médios, para se fazer uma identificação compreensiva dos investimentos intangíveis.

4) As normas de apresentação de informação financeira definem activos como todos os recursos dos quais se espera que geram retornos futuros, mas excluem muitos activos intangíveis.

5) Agências e autoridades nacionais e internacionais que são responsáveis pela recolha de dados micro económicos, que o relatório considera a informação financeira externa, ou pela recolha de dados macro económicos, que o relatório considera a recolha estatística de grandes dados, trabalham em separada, sem uma base conceptual comum e com recurso a ferramentas distintas entre si.

O mesmo relatório, que evidência a importância crescente dos activos intangíveis nas economias modernas, reconhece que o incremento desta importância levanta dois grandes problemas. Em primeiro lugar, os activos intangíveis são mal medidos. Em segundo lugar, de forma relacionada, e não menos importante, parece existir uma lacuna grave quanto a uma base conceptual ou teórica comum relacionada com os activos intangíveis que permita guiar as definições políticas e as recomendações relacionadas.

Tal como refere o relatório do European High Level Expert Group on the Intangible Economy (2000) também financiado pela Comissão Europeia, por estarmos numa economia de transacção, onde existe uma confiança limitada quanto às ferramentas de navegação ou aos dados necessários para o efeito, as autoridades reguladoras devem proceder com precaução. A médio e longo prazo, as autoridades devem privilegiar um ambiente político e de negócios que encoraje o empreendedorismo, a inovação e a rápida difusão de tecnologias, devendo existir prudência para que o efeito de regulação não iniba estes aspectos.

Num estudo recente publicado na Harvard Business Review (Ittner e Larcker 2003), um inquérito a 157 empresas dos sectores secundário e terciários indetificou que a generalidade das empresas procuravam apresentar, em complementaridade às

demonstrações financeiras, indicadores não financeiros, utilizando para o efeito, por exemplo, modelos do género Balanced Scorecard ou do Navegador da Skândia. No entanto apenas 23% dessas empresas construíam e verificavam modelos causais entre indicadores não financeiros e os indicadores financeiros, ou seja diagramas que relacionem os indicadores escolhidos para o sucesso estratégico e os resultados financeiros. Devendo ser feito o devido alerta lógico e dedutivo de que, das 23% das empresas do estudo, que referem a criação de modelos causais entre os indicadores, muitas podem estar a utilizar modelos causais incorrectos e/ou indevidos, que apresentem explicações erróneas para o processo de criação de valor financeiro⁹⁶.

Este, que à primeira vista pode parecer um resultado surpreendente, assenta naquela que é a questão crucial da análise do desempenho organizacional actual, ou seja, a falta de uma base teórica e conceptual adequada sobre a forma como o valor financeiro é criado nas organizações que sirva de suporte à edificação dos modelos de criação de valor financeiro. Foram identificados indicadores não financeiros que parecem ser muito importantes no processo de criação de riqueza, mas como se relacionam esses indicadores com a criação efectiva de riqueza? Tal como tem sido feito ao longo deste texto, de novo se questiona, como geram afinal as empresas resultados e fluxos monetários no presente, e como o podem fazer no futuro? A partir de que base teórica e conceptual se deve encontrar o valor monetário de uma empresa?

⁹⁶ Mesmo assim, os autores do estudo referem que as empresas que utilizavam modelos causais apresentavam um retorno sobre os activos 2,95% e um retorno sobre o capital próprio 5,14% superior às empresas que não utilizavam um modelo causal para relacionarem os indicadores não financeiros com os indicadores financeiros.

Capítulo 5 As Pessoas, os Activos Intangíveis e os Fluxos intangíveis. Contributo para uma Teoria dos Fluxos Intangíveis (TFI)

5.1 Disposições Introdutórias

Com o objectivo de discutir a necessidade de criar uma teoria dos fluxos intangíveis para explicar a criação de valor financeiro, ou seja riqueza, nas empresas, neste capítulo analisam-se alguns aspectos para sua formulação, e introduz-se uma hipótese para melhor ser desenvolvida, testada e calibrada em trabalhos futuros.

Ao se admitir que elementos como as horas trabalhadas, os relacionamentos, a interacção humana, a comunicação, o conhecimento, a informação, os dados, e outros elementos são intangíveis, obrigatoriamente se tem de admitir que os seus fluxos são fluxos intangíveis, difíceis de observar de forma exacta e difíceis de quantificar. Através da formulação teórica apresentada no capítulo faz-se uma associação sistemática dos fluxos intangíveis a uma melhor compreensão dos processos de dinamização e ocorrência dos fluxos monetários de modo a melhorar a sua compreensão. Consequentemente, associam-se conceptualmente os fluxos intangíveis à criação de valor financeiro e como tal a criação de riqueza. Fluxos que podem ser difíceis de observar e de quantificar mas que são determinantes na ocorrência dos fluxos monetários.

O capítulo começa por apresentar a dificuldade que existe actualmente em se chegar a um consenso sobre o que são afinal os activos intangíveis. Para além de uma definição oficial das autoridades contabilísticas, que não fornece uma tipologia de activos intangíveis, aparecem as definições mais dispare de activos intangíveis. Contudo, a maioria das definições de activo intangível actuais não capturam um aspecto que parece ser essencial. A generalidade dos activos, que não se confundem com as pessoas, sejam eles activos intangíveis, activos físicos ou activos monetários são estáticos se não forem dinamizados.

De seguida, explica-se porque razão os colaboradores da empresa não são nem activos, nem activos intangíveis, nem capitais da empresa. Nem devem ser analisados dentro de uma lógica contabilística. Tal como se encontra patente de forma errónea em muitos textos científicos e tem consequências práticas na forma como algumas organizações são geridas. Os colaboradores da empresa são seres humanos que prestam serviços à empresa. Entre outras características dos serviços, estes são intangíveis, dinâmicos e não podem ser acumulados, têm de ser consumidos no momento da sua produção.

Da mesma forma, outras pessoas como os clientes, os fornecedores, os credores, etc., que estão relacionados com a empresa também não são nem activos, nem activos intangíveis, nem capitais da empresa. Os relacionamentos com referência à actividade da empresa é que são, por norma, intangíveis e dinâmicos. E também não podem ser acumulados. Têm de ser exercidos para existirem.

Depois, analisa-se como é insuficiente considerar apenas uma perspectiva estática para se perceber o valor financeiro criado através de listagens sobre as pessoas, e sobre os activos físicos, os activos monetários e activos intangíveis relacionados com a empresa. Requer-se uma perspectiva dinâmica para se compreender melhor os efeitos de fluxos intangíveis e por natureza dinâmicos, decorrentes da actividade humana, no valor financeiro tangível que é apurado, quer através dos resultados e dos fluxos monetários da empresa, quer através do valor monetário da empresa.

Considera-se que estas são bases importantes na constituição de um primeiro contributo para a formulação de uma Teoria dos Fluxos Intangíveis na criação de valor financeiro.

5.2 Activos Intangíveis

A abordagem deste capítulo aos aspectos intangíveis da empresa importantes no processo de criação de valor financeiro, inicia-se pelos activos intangíveis.

É frequente encontrar na literatura de gestão e na literatura financeira que os activos intangíveis, ou os activos do conhecimento (subgrupo dos activos intangíveis⁹⁷) são activos muito valiosos da empresa na era do conhecimento, ou que são activos muito importantes para a criação de valor, ou que são fontes de vantagem competitiva que permitem à empresa distinguir-se das empresas suas rivais.

Curiosamente, não existe um conceito amplamente aceite de activo intangível. Existe um grande debate sobre esta matéria. Atribuem-se ao conceito de activo intangível conteúdos muito diferentes entre si.

No capítulo terceiro foram já apresentados modelos onde aparecem integradas sistematizações de activos intangíveis. Em primeiro lugar foi apresentado o modelo do Banco Mundial (2003), onde como activos claramente intangíveis aparecem os activos do conhecimento e os activos sociais. As pessoas, embora não sejam claramente consideradas intangíveis, também são consideradas activos. Em segundo lugar, foi apresentado o modelo de Capital Intelectual, onde as pessoas (incluídas no capital humano), os activos do conhecimento (incluídas no capital estrutural) e activos relacionais (incluídos no capital relacional) são considerados activos intangíveis.

O conceito de activo tem origem na contabilidade através da qual se elaboram as demonstrações financeiras. Não se pode dizer que a contabilidade não faz qualquer referência aos activos intangíveis, ou que os activos intangíveis são absolutamente invisíveis para a contabilidade.

⁹⁷ Sanchez, Chaminade e Olea 2000

i) Em primeiro lugar, as demonstrações têm o dever de registar todas as transacções financeiras, quer sejam inerentes a activos claramente intangíveis, quer sejam inerentes a activos claramente físicos.

ii) Em segundo lugar, alguns activos intangíveis são valorizados no balanço. O que existe, é um grande debate que discute se algumas das despesas da empresa devem ser contabilizadas como activos no balanço ou como gastos que diminuem os resultados da empresa.

Em termos conceptuais pode distinguir-se a definição oficial de activo intangível das diferentes definições de vários autores que não coincidem com aquela definição oficial. A definição de activo intangível oficial é a da autoridade contabilística, e essa definição deve orientar o trabalho contabilístico a partir do qual se elaboram as demonstrações financeiras. Em paralelo, existe uma grande variedade de definições diferentes.

Os vários autores oscilam entre a definição de activo intangível mais restrita, onde a empresa tem de ser proprietária do activo e este pode ser comercializado, e a definição de activo intangível mais ampla, onde, como activo intangível, em bom rigor, cabe quase tudo o que não seja claramente físico ou monetário.

Acrescenta-se que outros conceitos utilizados na literatura de Gestão com outras designações, também têm afinidades com os activos intangíveis.

5.2.1 Definição Oficial de Activo Intangível do IASB

O International Accounting Standards Board (IASB), apresenta uma definição oficial daquilo que entende por activo intangível⁹⁸. Esta definição deve orientar as práticas contabilísticas e definir se determinada rubrica financeira eventualmente semelhante a um investimento intangível deve ser classificada como activo no balanço ou como gasto que diminui a demonstração de resultados da empresa. Como as normas do IASB têm peso regulador a sua definição constitui o critério que permite resolver a dicotomia activo intangível – custo nas demonstrações financeiras.

Está em curso o processo de normalização contabilística das empresas sediadas na Europa, em torno das normas do IASB. O regulamento (CE) N.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19/7/2002, prevê que a partir de 1 de Janeiro de 2005, as sociedades regidas pela legislação de um Estado Membro da União Europeia, com valores mobiliários cotados num mercados de capitais europeu, passarão a exhibir as suas

⁹⁸ Esta definição é aplicável ao nosso país pela directiva contabilística nº 18 onde se define que “os princípios contabilísticos tem vindo a ser reconhecidos em Portugal pela CNC encontram-se vertidos pelo POC, nas Directrizes Contabilísticas (DC) e, no caso de questões ainda não abrangidas, nas normas estabelecidas a nível internacional com sejam as emitidas pelo International Accountig Standards Committee (IASC) (agora denominado International Accountig Standards Board (IASB))”. Não existe no POC nem nas DC uma definição de activo intangível ou de imobilizado incorpóreo (intangível), que é o correspondente mais próximo.

demonstrações financeiras consolidadas em conformidade com as normas do IASB. O mesmo documento deixa ao critério dos Estados Membros, se permitem ou exigem, às restantes empresas sem títulos cotados em mercados de capitais europeus, o cumprimento das normas do IASB.

Apesar do peso que têm as normas contabilísticas, é necessário ter em conta que, como nota o relatório preparado para a Comissão Europeia, (ver Commission of the European Communities – Enterprise Directorate General 2003), as normas contabilísticas não são os únicos factores que influenciam as escolhas contabilísticas, pois factores como os efeitos institucionais das decisões contabilísticas, os efeitos cognitivos, o impacto dessas decisões nos incentivos aos gestores ou nos incentivos relacionados com os mercados de capitais influenciam também as decisões contabilísticas.

Para se alcançar a definição de Activo Intangível do IASB tem de se começar pela definição de activo. Um activo é *“um recurso controlado por uma empresa como consequência de (a) acontecimentos passados e (b) do qual sejam esperados que fluam para a empresa benefícios futuros”*⁹⁹. A partir da definição de activo, um activo intangível é definido como *“um activo não monetário identificável sem substância física detido para uso na produção ou no fornecimento de bens e serviços, para arrendar a outros, ou para finalidades administrativas”*¹⁰⁰. Destas duas definições resulta que para determinada despesa poder ser classificada como activo intangível necessita de três requisitos para verificar o conceito de activo intangível, a) a identificabilidade do activo, b) o controlo sobre o activo e c) a associação da existência de benefícios económicos futuros.

Para além de verificar os requisitos inerentes à definição de activo intangível, a despesa tem ainda de verificar dois critérios de reconhecimento estabelecidos no IAS 38: a) ser provável que os benefícios económicos futuros sejam atribuíveis ao activo fluirão para a empresa e b) o custo do activo poder ser identificado com fiabilidade¹⁰¹. Caso alguma destas condições não se verificar, as despesas devem ser classificadas na demonstração de resultados como gastos do exercício e diminuir os resultados desse período económico.

Estes são requisitos obrigatórios para qualquer rubrica classificada no balanço como activo intangível, com excepção de um caso particular. O caso particular trata-se do goodwill. O goodwill é um lançamento como activo que decorre exclusivamente das transacções do controlo da empresa em que o valor pago pela empresa adquirida ultrapassa aquele que foi considerado o justo valor dos activos deduzido dos passivos da empresa. É importante frisar dois aspectos. Em primeiro lugar, o goodwill apenas existirá se de facto existir uma transacção do controlo da empresa, que é um processo relativamente pouco frequente na vida empresarial. Em segundo lugar, sem informação específica sobre o negócio de transacção do controlo da empresa, e do acordo estabelecido entre as partes, não fica bem esclarecido de onde resulta o valor do goodwill, sabendo-se apenas que é um valor adicional pago em relação ao que foi considerado o justo valor de todos os activos e passivos da empresa.

⁹⁹ IASB, Framework, 49 (a)

¹⁰⁰ IASB 38 - 7

¹⁰¹ IASB 38 - 19

O IASB não oferece uma listagem de activos intangíveis tipo, procurando antes uma abstracção daquilo que deve ser entendido como activo intangível. São apresentadas listagens daquilo que não deve ser entendido como activos intangíveis, onde se incluem elementos que para alguns autores são considerados como activos intangíveis, nomeadamente as marcas geradas internamente, títulos de publicações, listas de clientes, etc..

Aquela definição de activo intangível e aqueles critérios de reconhecimento apenas aparentemente são objectivos. Existe um campo relativamente amplo para a subjectividade e para o ajuizamento de escolhas contabilísticas relacionadas com os activos intangíveis, em aspectos como a interpretação da própria definição, questões relacionadas com os métodos de amortização e de imparidade relacionados com os activos intangíveis ou a diferença de tratamento que existe se um activo intangível for adquirido ao exterior ou produzido internamente. Se o activo intangível for adquirido ao exterior da empresa é registado pelo valor de aquisição. Se o activo intangível for produzido internamente não podem ser considerados como activo os custos de investigação, mas apenas os custos relacionados com o desenvolvimento, onde a sua distinção pode nem sempre ser fácil de traçar. Como é óbvio isso tem consequências no valor contabilístico do balanço, nos resultados e na classificação dos fluxos monetários da empresa.

O próprio IASB reconhece a insuficiência da informação financeira para capturar aspectos importantes sobre os activos intangíveis da empresa. O IAS 38, no parágrafo 117, encoraja, sem peso de obrigação, que as organizações prestem informação sobre os activos intangíveis significativos controlados pela empresa mas que não são reconhecidos como activos por não satisfazerem os critérios das suas normas. Ou seja, o IASB, paradoxalmente admite que existem activos intangíveis importantes para a empresa, mas que as suas normas não permitem reconhecer.

Mas o problema não é apenas identificar os activos intangíveis dentro de uma perspectiva estática da dicotomia activo no balanço – gasto na demonstração de resultados que se explicou e à qual o IASB se refere. Uma questão bastante mais ampla ocorre por aspectos intangíveis não identificados pelos sistemas de reporte financeiro da organização influenciarem a generalidade das transacções financeiras, e como tal, os valores nas demonstrações financeiras dos activos intangíveis, dos activos físicos e dos activos monetários, dos passivos, dos capitais próprios, dos proveitos, dos custos, das receitas e das despesas da empresa. Isto porque se coloca a hipótese de que a generalidade dos fluxos monetários que são classificados nas demonstrações financeiras, serem influenciados de forma determinante por fluxos intangíveis, tais como fluxos de trabalho, fluxos de comunicação, fluxos de informação etc., e consequentemente, aspectos intangíveis do funcionamento da empresa tem reflexos na generalidade das rubricas das demonstrações financeiras, ou seja, os seus efeitos não ficam adstritos a uma mera dicotomia activo intangível no balanço, gasto na demonstração de resultados.

5.2.2 Outras Definições de Activo Intangível

A definição de activo intangível das autoridades contabilísticas está longe de ser aceite de forma universal. Entre diferentes autores, encontram-se definições muito distintas.

Baruch Lev (2001) recorre ao dicionário da Merrian Webster para defender que acredita que os activos intangíveis podem ser definidos, porém, não podem ser determinados com certeza e precisão.

Tal como referido no início desta secção, os modelos do Banco Mundial (2003) e o modelo do Capital Intelectual, apresentados no capítulo anterior, fazem já uma sistematização de activos intangíveis.

Acrescenta-se que conceitos utilizados na literatura de Gestão com outra designação, para explicar recursos que são fontes de vantagem competitiva de uma organização, nomeadamente, conhecimento, activos invisíveis, capacidades, competências chave, recursos intangíveis ou memória organizacional, são sinónimos ou estão directamente relacionados com os activos intangíveis (Sanchez, Chaminade e Olea (2000)).

Entre as definições mais restritivas de activo intangível, ou seja as definições que permitem considerar como activo intangível o menor número de recursos da empresa, para além da definição oficial do IASB, encontra-se a definição de Reilly e Schweih (1998) que apenas permitem considerar como activos intangíveis elementos que podem ser detidos e comercializados pela empresa. Segundo estes autores, um activo intangível, para ser considerado como tal, deve cumprir seis requisitos:

- 1) Ser sujeito de identificação específica e reconhecível
- 2) Ser sujeito de existência e protecção legal
- 3) Ser sujeito ao direito de propriedade privada e que deve ser legalmente transferível.
- 4) Deve ter associada alguma evidência física, exemplo contrato, licença, etc.
- 5) Deve ter sido criado ou adquirido num período de tempo identificável e como resultado de um evento identificável
- 6) Deve estar sujeito a ser destruído ou extinto após um período de tempo identificável.

A partir desta definição restritiva de activo intangível apresentam uma listagem com 10 tipos de activos intangíveis:

Tipologia de Activos Intangíveis de Reilly e Schweih (1998)

Perspectiva de activos transaccionáveis e com existência e protecção jurídica

Categorias de Activos Intangíveis

Exemplos

1	Relacionados com o mercado	Marcas, nomes comerciais, símbolos.
2	Relacionados com a tecnologia	patentes de processos, documentação técnica, patentes de aplicações, know how técnico
3	Relacionados com actividade artística	trabalhos literários, composições musicais, copyrights
4	Relacionados com processamento de dados	software de dados, bases de dados, copyrights de softwares, circuitos integrados.
5	Relacionados com processos de engenharia	Design industrial, patentes de produtos, segredos negociáveis, desenhos de produção, documentação de propriedade
6	Relacionados com clientes	listas de clientes, contratos de clientes, relações com clientes, ordens de compras abertas
7	Relacionados com contratos	contratos de fornecimento favorável, licenças, franchisings, acordos
8	Relacionados com capital humano	pessoal treinado e qualificado, acordos com empregados ou sindicais
9	Relacionados com a localização	direitos de aluguer, de exploração mineral, sobre o ar, sobre a água
10	Relacionados com o Goodwill	goodwill: institucional, pessoal, de celebridade, de valor do negócio

Nesta listagem existem alguns exemplos de activos que não verificam os próprios requisitos exigidos por Reilly e Schweih (1998). Por exemplo, é difícil de defender que as listas de clientes, as relações com os clientes ou o pessoal qualificado estão sujeitos a existência e protecção legal ou que podem ser legalmente transferíveis. Deve ser notado também que a definição do IASB é mais restritiva ainda, porque os exemplos citados e outros exemplos como as marcas, os símbolos ou os nomes comerciais gerados internamente não são aceites como activos intangíveis.

No campo oposto, estão as definições muito amplas de activo intangível, onde, em bom rigor cabe quase tudo o que não seja claramente físico nem monetário. Pode ser encontrado, por exemplo, Daum (2003), que define, de forma extremamente ampla, activo intangível como tudo aquilo que não é físico ou investimento financeiro mas que tem valor para a empresa.

Através de definições muito amplas de activo intangível, onde se situam os contributos de muito autores conotados com o capital intelectual, questiona-se a contabilidade por não ser capaz de ter em conta todos os activos intangíveis importantes da empresa. Por esse motivo, existe quem identifique algo a que chamam o *paradoxo da contabilidade*, por esta contabilizar como custos alguns investimentos que podem aumentar o valor da organização (exemplo publicidade, serviço ao cliente, formação de pessoal, etc.) (Edvinsson e Malone 1998).

Mas a questão não é assim tão simples como isso. Por exemplo, uma tipologia encontrada (Standfield¹⁰² (2002) distingue dois tipos de intangíveis, designadamente, os 1) *hard intangibles* aqueles cuja propriedade da empresa é protegida por lei (Exemplo: patentes, copyrights, marcas, etc.) e os 2) *Soft intangibles*, ou seja aqueles que não podem ser detidos legalmente pela empresa (exemplo conhecimento, satisfação, qualidade, etc). Este segundo grupo é bastante mais difícil de trabalhar e modelizar pois a sua relação com a empresa e as suas características são mais árduas de definir.

Mas se este segundo grupo de intangíveis não é detido pela empresa, em termos jurídicos é muito discutível dizer-se que se tratam de activos intangíveis, pois o conceito de activo está associado à propriedade e ao controlo sobre eventuais proveitos futuros. Os modelos do Banco Mundial (2003) e do Capital Intelectual identificam recursos importantes para a empresa que não podem ser detidos pela empresa. Mas continuam a denominá-los por activos, o que do ponto de vista da lógica contabilístico está errado.

Uma distinção importante parece não ser capturado pelos autores que se preocupam com os activos intangíveis. Existem activos intangíveis que não se confundem com as pessoas, por exemplo marcas, conhecimento formalizado, softwares, bases de dados. E dentro das definições de activo intangível mais amplas, existem conceitos de activos intangíveis que se confundem com as pessoas ligadas à empresa, por exemplo gestores, colaboradores, clientes. Não é correcto considerar as pessoas como activos nem como intangíveis.

Os activos intangíveis, que não se confundem com as pessoas, são estáticos no processo de geração de resultados e de fluxos monetários, se não forem alvo de dinamização humana. Tal como é estática uma marca arquivada não promovida nem comunicada, a patente arquivada numa gaveta, o software que permanece no cd rom sem ser usado, ou a base de dados que ninguém actualiza nem ninguém consulta. O mesmo acontece aos activos físicos, como por exemplo as maquinas sem utilização, as instalações fechadas ou aos activos monetários a que ninguém atribui aplicação. Os activos estáticos precisam de ser dinamizados para servirem como meios para gerar fluxos monetários e resultados positivos da empresa.

5.3 As Pessoas Não São Activos nem Intangíveis Nem Capitais

Para alguém com alguma formação Ética e Humanista, por mínima que seja, deve causar incómodo a forma como os seres humanos são tratados em alguma literatura científica relacionada com a Gestão, a Economia, e a Teoria Financeira.

Por vezes os colaboradores da empresa são apelidados de activos humanos (Ex: Banco Mundial (2003) ou Mayo (2001)), outras vezes são denominados de activos intangíveis (Ex.: Movimento do Capital Intelectual, Baruch Lev¹⁰³ (2001), Reilly e Schweih¹⁰⁴ (1998)). Em outros casos os colaboradores da empresa são denominados de Capital Humano (Ex.: Commission of the European Communities – Enterprise Directorate General (2003), Movimento do Capital Intelectual, Zingales¹⁰⁵ (2000), Reilly e Schweih¹⁰⁶ (1998)). Outros seres humanos que se relacionam com a empresa como os clientes, os colaboradores das empresas parceiras estratégicas ou os fornecedores, obtém também estranhas designações semelhantes tais como activos sociais, activos intangíveis ou capitais relacionais.

¹⁰³ Autor não directamente conotado com o Capital Intelectual

¹⁰⁴ Autores não directamente conotado com o Capital Intelectual

¹⁰⁵ Autor não directamente conotado com o Capital Intelectual

¹⁰⁶ Autores não directamente conotado com o Capital Intelectual

Obviamente, não existe qualquer base científica para atribuir às pessoas estas designações. As pessoas não são nem activos, nem intangíveis, nem capitais. Comparar as pessoas a activos, activos intangíveis ou a capitais são apenas pressupostos dos modelos. Ao reconhecer-se isso, a concepção do processo de criação de riqueza é totalmente alterada face aos modelos que utilizam esses pressupostos muito discutíveis.

Estes modelos até identificam correctamente como as pessoas são importantes no processo de criação de riqueza, e que não são integradas nos sistemas de reporte financeiro clássicos. Contudo, por atalho de raciocínio, com uma lógica errada, identificam as pessoas como capitais ou activos invisíveis, a partir das quais são definidas como activos, como activos intangíveis ou como capitais. É evidente como essa formulação não está correcta.

Admite-se neste texto que as pessoas são recursos que precisam de ser geridos com especial atenção. Porém, uma formação ética com preocupações humanistas impede a associação dos seres humanos à expressão activos ou à expressão capitais. Os seres humanos não são alvos de propriedade. Caso sejam representados como activos ou como capitais nos modelos económicos e empresariais, aos seres humanos é retirada a sua Humanidade. São colocados ao mesmo nível das coisas sem vida, como os activos físicos (ex: máquinas, instalações, etc.), os activos monetários (ex: disponibilidades, contas a receber, etc.) ou os activos intangíveis que não se confundem com as pessoas (ex: patentes, copyrights, marcas, etc.).

As dimensões éticas e humanistas são consideradas muito importantes neste texto. E servem de argumento para questionar a equiparação das pessoas a activos ou a capitais. Contudo, mesmo sem se recorrer àquelas dimensões, é possível demonstrar como não existe qualquer base científica para denominar as pessoas como activos, como activos intangíveis ou como capitais.

O conceito de activo tem origem na contabilidade. Um activo deve ser detido pela empresa através de um controlo legal sobre o mesmo. Nenhuma empresa é proprietária dos seus colaboradores nem dos seus clientes, ou fornecedores, ou credores, etc..

Parece evidente como as pessoas não são intangíveis. As pessoas têm uma evidência claramente física e visível. Apenas podem estar num local ao mesmo tempo.

Contudo esta argumentação que impede a consideração das pessoas como activos ou como activos intangíveis, não é tida em conta por muitos dos modelos actuais.

A empresa meramente detém em sua posse contratos formais. Contratos de trabalho sobre os seus colaboradores, ou contratos comerciais ou financeiros, com clientes, fornecedores, credores, e outros stakeholders. Admite-se que esses contratos devem ser valorizados, e integrados na valorização do conjunto de contratos da empresa. Contudo, de forma alguma isso permite atribuir propriedade sobre os seres humanos que assinam esses contratos.

Compreende-se que ao se considerar as pessoas como activos ou como capitais se está a reconhecer que as pessoas são importantes na criação de riqueza. Porém, o erro está,

precisamente, em equiparar as pessoas a activos ou a capitais. Os activos e os capitais são, por si só, estáticos na geração de fluxos monetários, podem ser detidos legalmente pela empresa e não são seres humanos. As pessoas são seres humanos. Não são activos nem capitais. A chave para resolver estes problemas está em perceber como os colaboradores desempenham funções na empresa que podem ser equiparadas a serviços. Serviços para o exterior da organização, serviços para o interior da organização e serviços mistos. Os serviços representam desempenhos e acções e por isso são intangíveis e dinâmicos. Do mesmo modo, torna-se necessário compreender que os agentes exteriores da empresa relacionam-se de forma intangível e dinâmica com a empresa. Observem-se cinco características dos serviços(adaptado de Zeithaml e Bitner 2003, Palmer 1998 e Kotler 1994):

1) **Intangibilidade** os serviços puros são intangíveis e não podem ser identificados através dos sentidos físicos. Em abstracto não podem ser examinados directamente antes da sua execução, ao contrário dos bens físicos que podem ser examinados antes da compra. Esta é a diferença entre os bens e os serviços mais universalmente citada.

2) **Inseparabilidade** os serviços puros são produzidos e consumidos ao mesmo tempo, ao contrário dos bens físicos em que se pode separar o processo de produção do processo de consumo.

3) **Variabilidade** os serviços puros são altamente variáveis, por estarem dependentes de quem o fornece, quando são fornecidos e a quem são fornecidos. As organizações têm por isso de ter uma grande preocupação na qualidade dos serviços.

4) **Fragilidade**¹⁰⁷ os serviços puros diferem dos bens físicos por não poderem ser armazenados. Por exemplo, uma companhia de aviação não pode tornar a vender os lugares que ficarão vazios em determinada viagem. A generalidade dos serviços tem uma procura irregular ou ao longo do dia (exemplo restaurantes que têm os seus pontos altos à hora de almoço ou de jantar) ou em termos sazonais (exemplo viagens de férias). Assim a gestão da procura dos serviços é um tema muito sensível.

5) **Ausência de Propriedade sobre os prestadores do serviço** esta característica dos serviços está relacionada com as outras características de intangibilidade e de fragilidade. Na compra de um bem físico puro, o comprador, geralmente adquire um direito aos bens em questão e pode subsequentemente fazer deles o que lhe aprouver. Mas quando um serviço é desempenhado não existe direito de propriedade que seja transferido do vendedor para o comprador. O comprador apenas adquire os direitos à execução do serviço. Por exemplo assistir a uma peça de teatro ou ir a uma consulta médica .

Os contratos de prestação de serviços dos trabalhadores à empresa, ou seja os contratos de trabalho, não tem exactamente as mesmas características de uma prestação de serviços isolada de um prestador de serviços a um cliente, porque os primeiros estabelecem uma relação de maior proximidade, e por norma mais duradoura, entre a empresa e os

¹⁰⁷ em inglês *Perishability*



colaboradores. Contudo, importa notar como estas características dos serviços, para além de se aplicarem aos serviços prestados pelos colaboradores, em nome da empresa, ao exterior das organizações, também se aplicam ao trabalho interno dos colaboradores para as empresas.

Em virtude de os serviços e o trabalho, não poderem ser separados do momento em que são desempenhados, e por não poderem ser armazenados como os bens físicos e não existir propriedade sobre os prestadores de serviços, é também bastante discutível falar-se em capital humano ou em acumulação de capital humano, que pressupõe a estranha figura de um stock de pessoas. As pessoas e a sua capacidade de trabalho, ao contrário dos bens físicos não podem ser armazenadas. Os contributos do trabalho, se forem tornados tangíveis, podem ser armazenados, mas o trabalho das pessoas em si não. Tem de ser desempenhado para ocorrer. Tal como o médico, que apenas pode dar uma consulta se estiver em contacto com o seu paciente, ou o vendedor de uma loja, que mesmo se trabalhar 20 horas no dia anterior, não pode substituir a sua presença na loja nesse dia.

Ao se distinguirem os colaboradores da empresa dos activos e dos capitais encontram-se consequências importantes. Por exemplo, factores indissociáveis das pessoas como por exemplo as capacidades, as competências ou o conhecimento não transferido para a empresa, etc., ou factores relacionados com os grupos como por exemplo a cultura, a integração social, a liderança, etc. também não podem ser considerados activos ou capitais. Porém, percebe-se melhor como são factores fundamentais. São determinantes na prestação de serviços que os colaboradores prestam ou podem prestar no futuro à organização.

Do mesmo modo, em relação a outros seres humanos que aparecem em modelos actuais de criação de riqueza nas empresas, como os clientes, os fornecedores, ou colaboradores dos parceiros estratégicos, também não existe qualquer base científica para que estes sejam considerados como activos, activos intangíveis ou capitais. Importa perceber que com essas pessoas são estabelecidos relacionamentos intangíveis e dinâmicos decorrentes da actividade humana presente nesse relacionamento. Desses processos intangíveis e dinâmicos surgirão consequências nos resultados e nos fluxos monetários da empresa e consequentemente no valor monetário da empresa. Os relacionamentos têm de ser exercidos para ocorrerem. Não podem ficar adstritos a uma perspectiva de relacionamentos históricos e estáticos.

5.4 Considerar as Pessoas e os Activos de Forma Estática é Insuficiente. Requer-se uma perspectiva dinâmica

Ao se assumir que as pessoas não são nem activos, nem activos intangíveis nem capitais, assumindo-se que os colaboradores da empresa, ao desempenharem funções, prestam serviços à empresa, e assumindo-se também que os activos físicos, os activos monetários, e os activos intangíveis (que não se confundem com as pessoas) são estáticos no processo de criação de valor financeiro se não forem dinamizados através das actividades humanas, e assumindo-se ainda que outros recursos que não se confundem com as pessoas, e que não são detidos pela empresa apesar de serem utilizados pela empresa (Ex.: conhecimento codificado de livre acesso, bens públicos, etc.) não contribuem para a criação de valor financeiro da empresa, se não forem dinamizados, podem ser obtidas

conclusões importantes, que são apresentadas de seguida e não estão patentes em modelos anteriores, nomeadamente, os diversos modelos que confundem as pessoas com activos ou com capitais.

Identifica-se que a criação de riqueza está dependente da prestação intangível de serviços dos gestores e dos colaboradores à empresa que tem de ser devidamente gerida e analisada. Algo que hoje é pouco considerado nos sistemas de informação financeira. Salientando-se que a gestão dos serviços requer instrumentos da gestão distintos da gestão dos bens físicos tangíveis. Os bens claramente físicos podem ter uma separação clara entre os processos de produção e os processos de consumo, são muito menos variáveis, podem ser armazenados e detidos por quem os compra. Estes aspectos tornam-se tanto mais importantes quanto mais as economias modernas evoluem para economias onde os serviços e o conhecimento assumem cada vez mais relevância.

Do mesmo modo, definindo-se que os relacionamentos da empresa, entre os próprios colaboradores, ou entre os colaboradores da empresa e os agentes exteriores, nomeadamente os proprietários, os clientes, os fornecedores, os credores, etc. são também intangíveis e dinâmicos e precisam de ser devidamente dinamizados para que possam ter efeitos positivos na criação de valor financeiro, assume-se a necessidade de uma perspectiva dinâmica para analisar a forma como os relacionamentos intangíveis dinâmicos têm efeitos tangíveis no valor financeiro.

Podem ser dados vários exemplos de processos intangíveis dinâmicos que podem ser benéficos para os fluxos monetários da empresa. Por exemplo, em relação aos clientes históricos da empresa, têm ser encontradas novas formas de relacionamento com a empresa em que se gerem novas receitas. Por exemplo em relação aos fornecedores têm de ser estabelecidos novos relacionamentos para a empresa proceder a novas aquisições. Ou por exemplo em relação aos parceiros estratégicos da empresa, têm de ser encontradas formas futuras de relacionamento que permitam introduzir novas inovações na empresa com efeitos na melhoria da produtividade. Não se pode ficar preso a uma perspectiva estática que tenha como base apenas o desempenho histórico.

Deste modo, não é suficiente analisar a criação de valor financeiro através de uma perspectiva estática encontrada a partir de listagens de indicadores financeiros, associada a listagens de activos intangíveis e de pessoas importantes no processo de criação de valor financeiro¹⁰⁸ que estavam ligadas à empresa em determinado momento de tempo. Estas listagens, embora úteis para identificar aspectos importantes do desempenho da empresa, não permitem estabelecer os elementos dinâmicos da ligação entre os indicadores financeiros e as listagens de activos intangíveis ou as pessoas no processo de criação de valor financeiro.

Obviamente que, comparando dois indicadores de momentos históricos diferentes, é possível encontrar uma indicação da sua evolução. Alguns autores notam que se torna necessário começar por saber quais as actividades que interferem com esses recursos intangíveis, ou seja uma perspectiva mais dinâmica que não fique presa a uma análise

¹⁰⁸ Que em alguns modelos são confundidas com activos, activos intangíveis ou capitais

estática dos activos intangíveis ((Sanchez, Chaminade e Olea 2000), outros autores mencionam algo a que denominam como *transações intangíveis*, onde ocorrem trocas não monetárias e onde não estão envolvidos elementos físicos, e para o efeito procurem oferecer uma lógica contabilística, onde existiria uma espécie de balanço e um espécie de demonstração de resultados de *transacções intangíveis* (Standfield 2002). Alguns autores vão ainda mais longe e referem que a interacção humana deve estar no centro do valor intangível da empresa (O'Donnel et al 2003). Porém, um conjunto muito mais amplo de que o de actividades, do que as transações intangíveis, ou do que a interacção humana é o imenso conjunto dinâmico de fluxos intangíveis das organizações inerente às actividades humanas, tais como por exemplo fluxos de trabalho, fluxos de relacionamento, fluxos de comunicação, fluxos de informação, etc., que têm influência na generalidade dos fluxos monetários de uma organização, e não apenas no valor intangível da empresa que deve ser acrescida dos fluxos intangíveis exteriores à organização que produzem consequências nos fluxos monetários da organização. Deste conjunto amplo e dinâmico de fluxos intangíveis decorrem consequências fundamentais no valor financeiro de uma empresa.

Não é suficiente uma perspectiva estática presa aos activos da empresa sejam estes intangíveis, físicos ou monetários. As pessoas têm de deixar de ser vistas como activos, ou capitais das empresas e têm de deixar de ser introduzidos de uma forma estática nos modelos de criação de riqueza.

Como tal, requer-se uma modelização teórica em que se realce a importância dos processos intangíveis dinâmicos, decorrentes das actividades humanas, que apesar de, ao contrario dos fluxos monetários, serem difíceis de observar de forma exacta e serem difíceis de quantificar de forma precisa, são determinantes nos processos empresariais de criação de riqueza.

5.5 Os Fluxos Intangíveis Relacionados com uma Empresa – Contributo para uma Teoria dos Fluxos Intangíveis (TFI).

5.5.1 Contributo para uma Teoria dos Fluxos Intangíveis (TFI)

Com base nos pressupostos e nas necessidades explicadas nas secções anteriores, nesta secção do texto apresenta-se um contributo para uma Teoria dos Fluxos Intangíveis. Introduce-se uma hipótese preliminar, para ser testada e calibrada em trabalhos futuros. Pretende-se uma melhor compreensão do processo de criação de valor financeiro nas empresas, ao associar de forma sistemática, a ocorrência de fluxos monetários a acções e interacções humanas dinâmicas.

Anteriormente, fez-se uma separação das pessoas, dos activos e do capitais. Os activos, e os capitais, devem ser considerados estáticos no processo de criação de fluxos monetários, se não forem dinamizados e as pessoas devem ser entendidas como agentes dinamizadores dos fluxos monetários. Identificou-se claramente como as pessoas não são intangíveis.

Ao se admitir que elementos como os processos de trabalho, os relacionamentos, a interacção humana, a comunicação, o conhecimento, a informação, os dados, e outros elementos são intangíveis, obrigatoriamente, se tem de admitir que os seus fluxos são fluxos intangíveis, difíceis de observar de forma exacta e difíceis de quantificar.

Para a formulação de uma teoria dos fluxos intangíveis sobre os processos de criação de valor financeiro coloca-se a hipótese de se começar por defender que os fluxos monetários são fluxos tangíveis porque representam transacções monetárias concretas, claramente identificáveis e quantificáveis.

A partir daqui, coloca-se a hipótese de que a formulação da teoria dos fluxos intangíveis deve defender que a ocorrência de fluxos monetários estão associados fluxos intangíveis dinâmicos decorrentes das actividades humanas necessárias à prossecução desses fluxos monetários. Os fluxos monetários não podem ser considerados fluxos intangíveis. Como tal, a análise e as decisões relacionadas com os fluxos monetários precisam de considerar os fluxos intangíveis mais importantes que lhe estão associados.

Através desta formulação teórica irá ser possível fazer uma associação sistemática dos fluxos intangíveis a uma melhor compreensão dos processos de dinamização e ocorrência dos fluxos monetários. Consequentemente, associam-se conceptualmente os fluxos intangíveis à criação de valor financeiro e como tal a criação de riqueza. Fluxos que podem ser difíceis de observar e de quantificar mas que, porém, são determinantes na ocorrência da fluxos monetários.

É preciso desenvolver trabalho de campo para corroborar e calibrar esta formulação teórica desenvolvida pelo método lógico - dedutivo. Esta hipótese permite encontrar novas formas de conceber a geração dos fluxos monetários e dos resultados da empresa e consequentemente de conceber o valor monetário de uma empresa. Esta perspectiva, caso seja corroborada, pode ter consequências na Gestão, na Economia e na Teoria Financeira.

Esta é uma formulação abstracta. Pois precisamente se tratam de fluxos intangíveis, que são difíceis de visualizar de forma exacta e que são difíceis de quantificar. Um processo de abstracção é muito útil na sua compreensão.

Esta formulação teórica tem de ser corroborada por testes que comprovem a associação de fluxos intangíveis, como por exemplo fluxos de trabalho, fluxos de relacionamento humano, fluxos de informação etc., aos fluxos monetários.

No desenvolvimento da formulação teórica desta hipótese devem considerar-se os seguintes aspectos, que aqui se designam como pressupostos.

1º Pressuposto Associado à ocorrência de fluxos monetários podem estar um conjunto muito elevado e complexo de fluxos intangíveis, em que, inclusive, alguns desses fluxos intangíveis sejam difíceis de identificar. O primeiro desenvolvimento surge para explicar como isso não é motivo para que o conceito de fluxo intangível não seja reconhecido, nem sistematizado cientificamente, nem é motivo para que o conceito de fluxo intangível não seja tido em conta na gestão das organizações.

2º Pressuposto Não é necessário existir uma coincidência temporal entre o fluxo intangível e o fluxo monetário para que o fluxo intangível tenha influência sobre o fluxo monetário (Exemplo, a formação do pessoal da empresa pode demorar algum tempo a surtir efeito na produtividade da empresa, ou uma campanha publicitária pode demorar tempo a produzir consequências intangíveis que se vão reflectir de forma tangível nas receitas da empresa). Inclusive, decorrente de um processo dinâmico, fluxos monetários podem ter influência em fluxos intangíveis que mais tarde tornam a ter consequências em novos fluxos monetários da empresa (exemplo despesas com publicidade, investimento em stocks de mercadorias que sejam colocados em lojas junto a clientes potenciais, etc.).

3º Pressuposto A não ocorrência de fluxos monetários também pode ser devida a fluxos intangíveis que possuem um efeito negativo sobre esses fluxos monetários (Ex: Campanha publicitária de empresa concorrente que faça diminuir vendas da empresa, mau serviço ao cliente que faça perder vendas, política de reduzir custos da empresa, etc.). Do mesmo modo, existem fluxos intangíveis, que têm consequências negativas que pioram os fluxos monetários de uma organização. (exemplo: absentismo dos colaboradores, má organização do sistema produtivo, investimento dos competidores em publicidade que obrigam a empresa a investir também em publicidade, etc.)

4º Pressuposto para se investigar e capturar a relação entre os fluxos intangíveis e os fluxos monetários as ferramentas matemáticas e contabilísticas utilizadas tradicionalmente nas finanças são insuficientes. (Exemplo num esforço de investigação de novos produtos não é suficiente saber quanto dinheiro se gastou, tem de se saber quais os novos produtos gerados e qual a equipa de investigadores, da mesma forma, não é suficiente saber quanto se gastou em publicidade tem de se conhecer as campanhas publicitárias ou não basta saber quanto se gasta em serviço ao cliente, tem de se saber em que consiste o serviço, etc.). Podem ser necessários outro tipo de instrumentos para estes efeitos, que aqui apenas se mencionam brevemente, tais como, nomeadamente, ferramentas conceptuais, ferramentas lógico dedutivas, descrições verbais, como por exemplo, ferramentas utilizadas em aspectos como a concepção teórica da estratégia de uma empresa, ou a concepção teórica do sistema produtivo de uma empresa ou em estudos de casos.

5.5.2 Representação visual da complexidade de alguns fluxos intangíveis com influência nos fluxos monetários de uma empresa. Modelo para se identificarem fluxos intangíveis com influencia nos fluxos monetários de uma empresa.

Esta formulação teórica de fluxos intangíveis com importância nos fluxos monetários de uma empresa permite compreender melhor os processos dinâmicos presentes na criação de valor financeiro, e consequentemente, compreender melhor, a ausência de clareza e de estabilidade na determinação das fronteiras da empresa que têm uma grande importância na criação de riqueza (problema identificado por Zingales (2000)).

Os fluxos intangíveis relacionados com a geração de fluxos monetários da empresa podem ser muito complexos. Além disso, tal como refere o pressuposto 2, pode não existir coincidência temporal entre o fluxo intangível e o fluxo monetário, o que torna ainda mais difícil a identificação de todos os fluxos intangíveis importantes.

Contudo, o primeiro pressuposto para a formulação teórica dos fluxos intangíveis deixa bem claro que esta complexidade não é motivo para que o conceito de fluxo intangível não seja reconhecido, nem sistematizado cientificamente, nem é motivo para que o conceito de fluxo intangível não seja tido em conta na gestão das organizações. A sistematização apresentada neste texto é abstracta e lógico dedutiva.

Através de quatro passos, vai ser elaborado um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para testes sobre os efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa com vista a corroborar a formulação teórica apresentada. O desiderato pretendido é expressar visualmente a evidência dos fluxos intangíveis. Não se pretende representar todos os fluxos intangíveis importantes. Apenas representar alguns dos fluxos intangíveis com importância na ocorrência dos fluxos monetários da empresa, cuja comprovação permita corroborar uma Teoria dos Fluxos Intangíveis.

A ordem de construção do modelo pretende ser apenas pedagógica. O objectivo do faseamento da apresentação do modelo é explicar melhor como se chega ao quarto passo, onde o modelo se encontra mais completo.

Em primeiro lugar introduzem-se no modelo os agentes internos da empresa, dinamizadores do processo de criação de valor financeiro, designadamente, o gestor e os colaboradores da empresa. Entre eles estabelecem-se muitos fluxos intangíveis de trabalho, comunicação, interacção humana, liderança, informação, conhecimento, dados etc. Estes são os principais agentes, que, de forma intangível, dinamizam os fluxos monetários da empresa. Como tal é crucial começar a construção do modelo por aqui.

1º Passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa

Agentes Internos da Empresa Dinamizadores
do Processo de Criação de Valor Financeiro



Os gestores e os colaboradores da empresa não são considerados activos ou capitais da empresa. São considerados agentes que prestam serviços à organização. Deste modo, factores que por vezes são considerados como activos da empresa, tais como aspectos relacionados com os colaboradores individuais, como por exemplo as capacidades, as competências ou a motivação, ou aspectos relacionados com os grupos, como por exemplo a estrutura de pessoal, a cultura, a interacção, a liderança etc. também não podem ser considerados activos ou capitais da empresa. Mas são aspectos muito importantes de ser analisados porque permitem compreender melhor o desempenho do gestor e dos colaboradores quer no passado da empresa, quer quanto ao seu potencial futuro. Os testes desenhados para verificar a validade desta hipótese de fluxos intangíveis deve analisar como estes aspectos se reflectem nos fluxos monetários relacionados com uma empresa.

Poderia ter-se optado por desenhar no modelo uma estrutura organizacional em pirâmide, com uma hierarquia vincada, que seria o modelo organizacional tradicional, contudo, face ao desenvolvimento de novas formas organizacionais, como as estruturas matriciais, as empresas em rede, ou as empresas virtuais (ver por exemplo Robbins 2001), optou-se por uma abstracção da estrutura de pessoal da empresa.

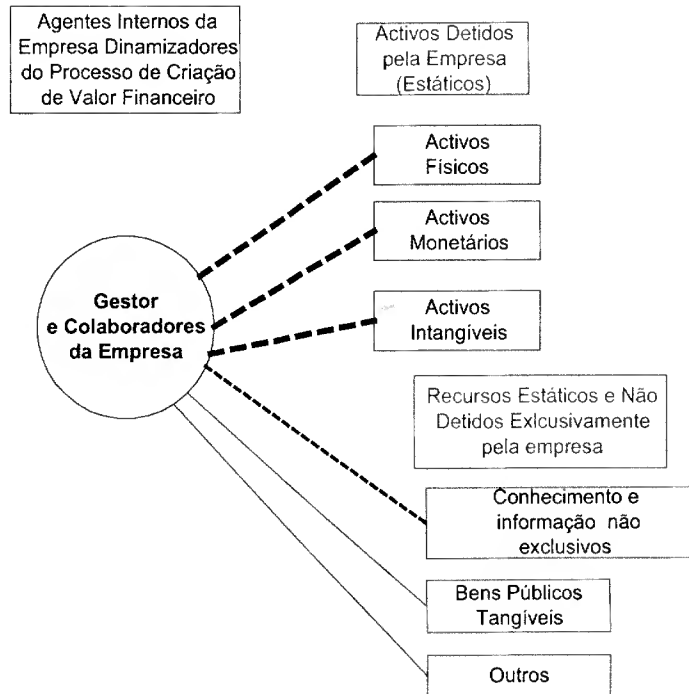
Como segundo passo de construção do modelo, introduzem-se recursos estáticos que precisam de ser dinamizados pelo gestor e pelos colaboradores para permitirem efeitos tangíveis na geração de fluxos monetários da empresa.

Neste segundo passo, distinguem-se os activos, que se consideram serem detidos legalmente pela empresa, dos recursos estáticos que a empresa não detém legalmente mas pode utilizar no processo de criação de riqueza. Nos activos incluem-se os activos físico (Ex: instalações, máquinas, etc.), os activos monetários (Ex: disponibilidades, contas a receber etc.), e os activos intangíveis (ex: patentes, marcas, softwares, copyrights, etc.). É muito importante notar como esse recursos não devem ser confundidos com as pessoas da organização que ou criam, ou desenvolvem, ou utilizam esses recursos estáticos no processo de criação de valor financeiro.

Existem recursos estáticos que não precisam de ser detidos legalmente pela empresa para serem utilizados no processo de criação de riqueza, tais como o conhecimento formalizado de livre acesso, ou os bens públicos.

Deste modo, torna-se muito importante conhecer os recursos estáticos que o gestor e os colaboradores têm à sua disposição, bem como o intangível trabalho de dinamização destes recursos que devem ter efeitos tangíveis no valor financeiro presente ou futuro da empresa.

2º passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa

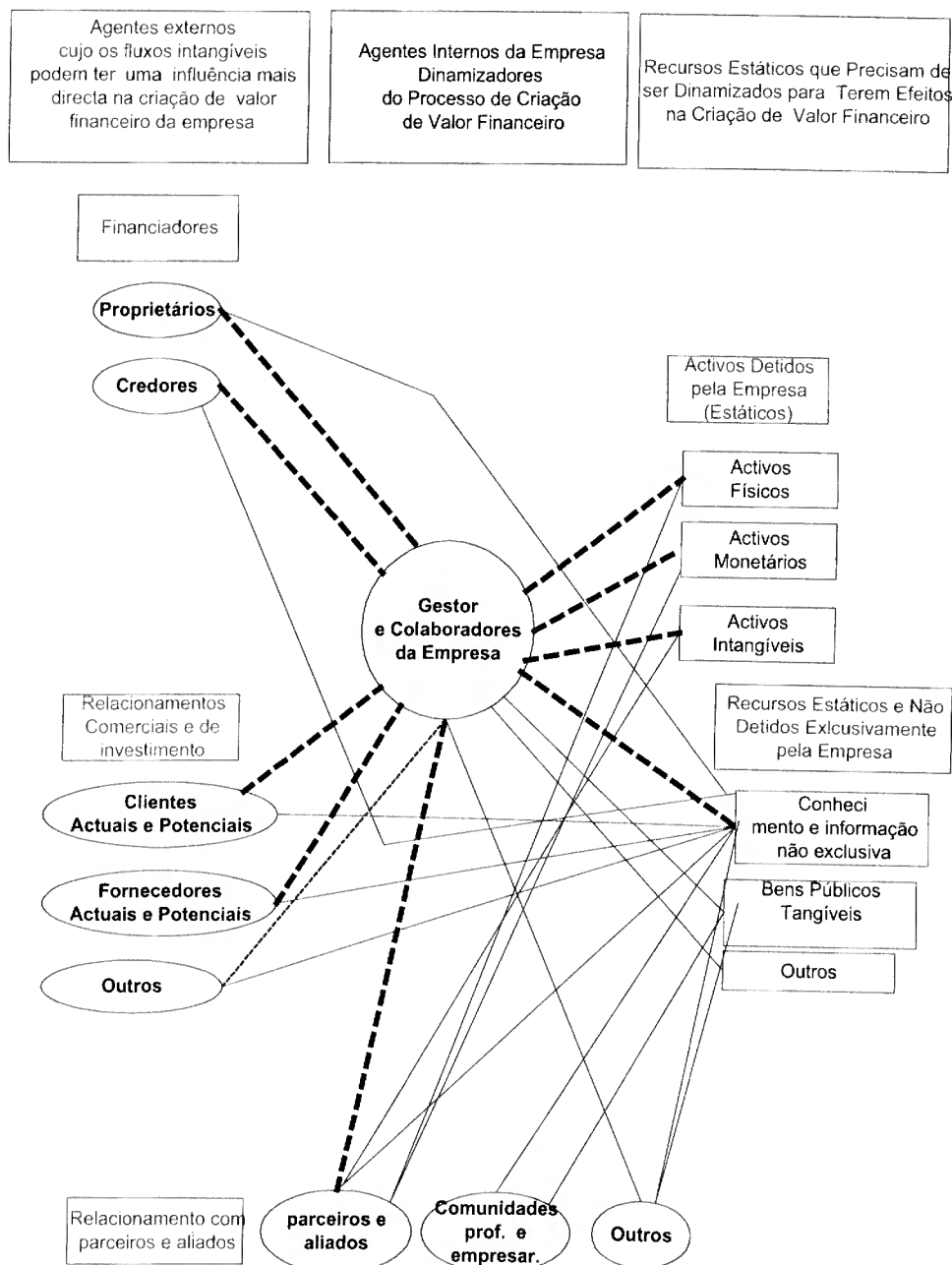


Até aqui, ainda não se introduziram no modelo os importantes relacionamentos intangíveis e dinâmicos que o gestor e os colaboradores da empresa estabelecem com agentes exteriores da empresa, e que têm consequências muito importantes nos fluxos monetários da empresa. O terceiro passo do modelo introduz uma representação esquemática dos fluxos intangíveis de relacionamento e interacção com agentes exteriores da empresa que possuem um relação mais directa com a empresa:

Entre estes agentes incluem-se os financiadores da empresa, tais como os proprietários e os credores, agentes com os quais a empresa tem um relacionamento comercial ou de investimento, tais como os clientes, os fornecedores, os parceiros e aliados da empresa ou outros.

O relacionamento da empresa com estes agentes não se limita a fluxos monetários. Este relacionamento pode ser bastante complexo. Pode ter efeitos directos ou indirectos no fluxos monetários, mas também pode, por exemplo, ter efeitos directos ou indirectos, no conhecimento e na informação disponível para ser utilizada pela empresa, ou nas competências e capacidades dos colaboradores da empresa.

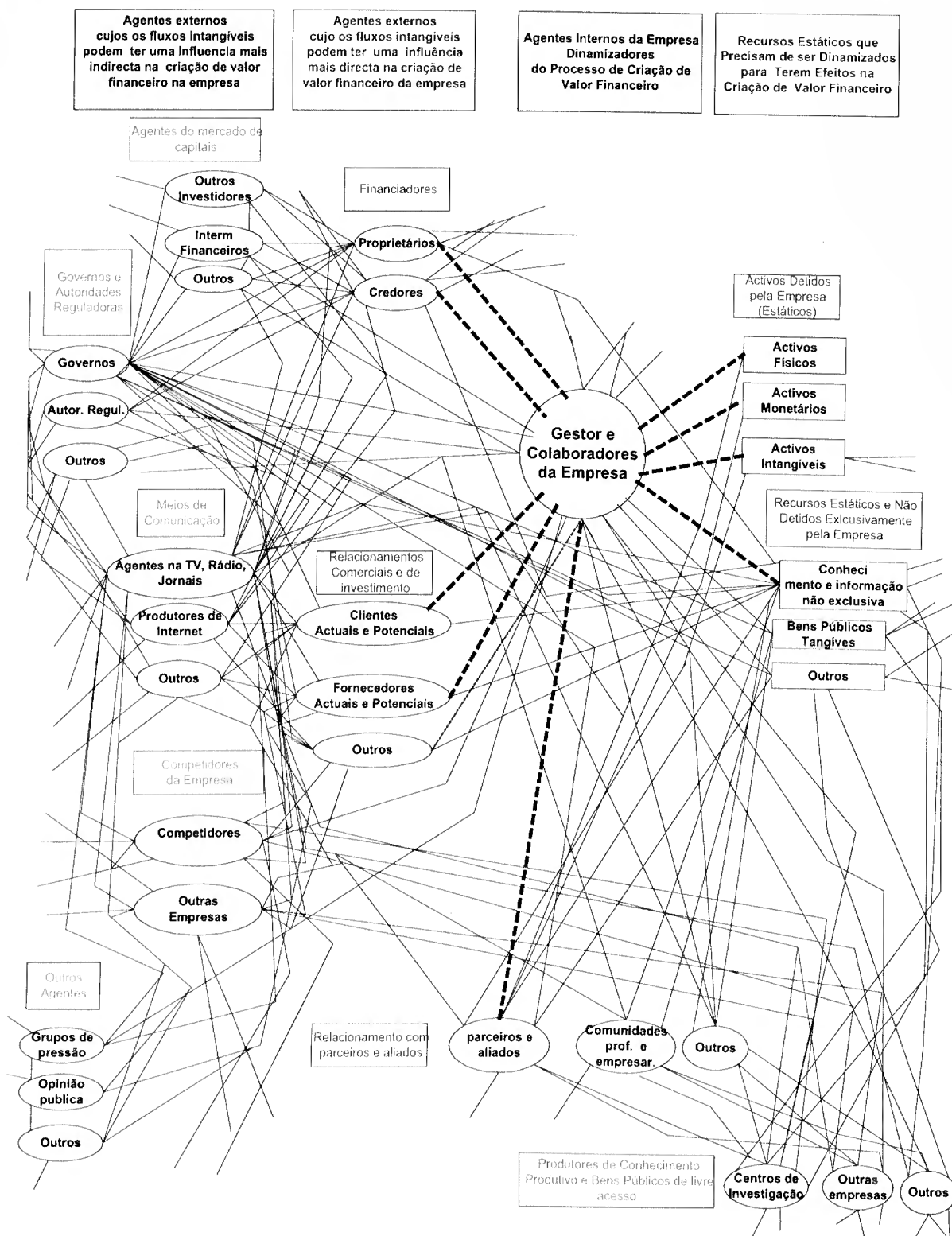
3º passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa



Destes processos, podem já ocorrer fluxos intangíveis dinâmicos, de elevada complexidade. Mas um modelo de fluxos intangíveis com influência no processo de criação de valor financeiro tem também de considerar agentes que, apesar de não apresentarem um relacionamento directo com a empresa, os seus fluxos intangíveis, de forma indirecta podem ter uma influência importante nos fluxos monetários da empresa.



4º passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa



Entre esses agentes encontram-se por exemplo outras empresas, agentes do mercado de capitais, agentes nos meios de comunicação como a TV, os Jornais, etc., os agentes dos Governos ou das autoridades oficiais, os produtores de conhecimento e bens públicos de livre acesso, que utilizados pela empresa permitem aumentar receitas ou diminuir custos etc..



Conclusão

Houve preocupação de apresentar neste trabalho sinais da insuficiência dos indicadores financeiros clássicos na análise do próprio valor financeiro criado numa empresa. Tradicionalmente são utilizadas duas formas de apurar o valor financeiro criado numa empresa. Ou através da análise dos resultados e dos fluxos monetários da empresa, ou através da comparação do valor monetário de uma empresa em dois momentos temporais distintos.

A primeira forma está sujeita à subjectividade e às decisões de ajuizamento presentes nas normas e nas práticas contabilísticas. A segunda encontra um problema ainda maior, pois, para uma mesma questão, que é a de saber qual o valor monetário de uma empresa, em determinado momento temporal, quatro respostas possíveis apresentam, por norma, valores que não coincidem entre si. São essas quatro respostas o valor contabilístico do balanço da empresa, o valor monetário da empresa cotado na bolsa de valores, o parecer do analista financeiro, e o valor de transacção pelo qual, em determinado processo de aquisição de uma empresa o direito de controlo da empresa é efectivamente pago.

Actualmente existe evidência empírica do investimento das empresas em aspectos intangíveis do seu funcionamento. Por exemplo, no ano de 2000 o sector dos serviços representou na União Europeia, 69% de todos os empregos e 70% do Produto e nos EUA o mesmo sector representou aproximadamente 78% do emprego total e 74% do Produto. Por outro lado, mesmo as empresas que não se inserem dentro da classificação do sector do serviço têm também serviços aos seus clientes e contam com os serviços internos prestados pelos seus colaboradores. Um outro exemplo: os EUA investem cerca de 30% da sua formação bruta de capital fixo não residencial em software e tecnologias da informação e comunicação. O impacto e a propriedade deste tipo de investimento, são, por vezes, difíceis de capturar pelos sistemas financeiros tradicionais. O mesmo ocorre com outro tipo de despesas das empresas como a publicidade, a formação de pessoal ou os gastos em investigação e desenvolvimento.

Para além de autores conotados com a investigação sobre activos intangíveis, descontentes com a forma clássica de se apurar o valor financeiro criado numa empresa, são as grandes instituições mundiais como a União Europeia, o International Accounting Standard Board, o Banco Mundial ou a Securities Exchange Commission e são autores conotados com modelos financeiros clássicos, tais como Rappaport, Copeland, Koller, Damodaran ou Joel Stern quem manifestam sinais de insatisfação em relação à análise do valor financeiro criado numa empresa apenas com recurso aos indicadores financeiros clássicos.

Uma das questões fundamentais nesta matéria é a de que a análise do valor financeiro criado numa empresa requer uma directa referência à teoria da empresa seguida nessa análise. Para se explicarem os resultados e os fluxos monetários de uma empresa requer-se uma concepção teórica de como esses resultados e esses fluxos monetários são gerados. Para se valorizar monetariamente uma empresa precisa-se de uma concepção teórica daquilo que deve ser valorizado. Estas concepções teóricas têm grande importância na prática de Gestão em organizações concretas.

Zingales (2000) nota que teorias clássicas que têm fornecido um suporte conceptual importante às finanças e à gestão financeira deixam de ser ajustadas a concepções recentes das empresas em que i) os activos físicos como as fábricas, as máquinas etc. que costumavam ser a grande fonte de rendimento tradicional, foram-se tornando menos únicos e menos distintivos e oferecem rendimentos menores, ii) o aumento da competitividade empresarial a nível mundial tem aumentado as necessidades de inovação de produtos e de processos. E tem aumentado também a exigência de qualidade. Isso remete para o aumento da importância dos colaboradores e dos seus contributos, iii) na medida em que aumenta a importância das pessoas e dos seus contributos, as empresas ficam mais frágeis por duas razões a) a facilidade de acesso ao financiamento aumenta as opções dos empregados fora da empresa b) a abertura de um mercado cada vez mais global cria espaço para muitos fornecedores independentes.

Modelos recentes de criação de riqueza procuram capturar estas realidades. Neste texto foram apresentados dois desses modelos, um primeiro modelo do Banco Mundial (2003) que propõe a inclusão de um conjunto mais alargado de activos do que aqueles que têm sido considerados como activos tradicionalmente na análise financeira. Nesse modelo são identificados cinco tipos de activos 1) activos humanos, 2) activos naturais, 3) activos produzidos pelos humanos, 4) activos do conhecimento e 5) activos sociais (relacionais). Um segundo modelo, denominado por modelo do capital intelectual, procura caracterizar elementos do valor de uma empresa que tradicionalmente não são identificados pelos sistemas de reporte financeiros tradicionais. Dentre desses elementos insere-se o capital intelectual de uma empresa, que é subdividido em capital humano, capital estrutural e capital relacional.

A escolha dos melhores indicadores não financeiros a apresentar ao publico tem várias dificuldades que devem ser conhecidas de quem procede à análise do valor financeiro criado numa empresa. É demonstrável a insuficiência dos indicadores financeiros clássicos na análise do valor financeiro criado numa empresa. Nesse sentido coloca-se a questão de saber se as empresas devem ser obrigadas a apresentar informação não financeira específica sobre o seu desempenho.

Em termos gerais encontra-se duas grandes correntes. Aqueles que defendem a apresentação voluntária de informação não financeira, sustentada sobretudo no argumento que o mercado e os investidores acabarão por penalizar as empresas que não apresentarem

informação não financeira suficiente ao público. No campo oposto, uma outra corrente defende que as empresas devem ser obrigadas a apresentar informação não financeira específica sobre o seu desempenho ao público, para assim se aumentar a comparabilidade da informação entre empresas diferentes, assim como a transparência do processo de apresentação de informação não financeira. Contudo, esta posição precisa de responder a duas questões para as quais se encontra divergência. Em primeiro lugar, quais os indicadores não financeiros que todas as empresas de uma economia ou de uma indústria devem ser obrigados a apresentar e em segundo lugar quais as autoridades com competências para coordenar e supervisionar os modelos de apresentação de informação não financeira.

A escolha de um modelo de apresentação de informação não financeira ao público implica a assunção de uma preferência por um determinado modelo de gestão e tem profundas consequências na prática da gestão das empresas concretas. Nesse sentido é fundamental perceber como as empresas criam valor financeiro. Ou seja, perceber-se como são gerados os resultados e os fluxos monetários da empresa, e quais os elementos que devem ser tido em conta num trabalho de identificação do valor monetário de uma empresa.

Modelos actuais fazem alguma confusão na compreensão deste processo por considerarem as pessoas como activos ou como capitais da empresas ou como intangíveis e por não definirem exactamente o que entendem por activo intangível. Fez-se uma separação das pessoas, dos activos e do capitais. Os activos, e os capitais, devem ser considerados estáticos no processo de criação de fluxos monetários, se não forem dinamizados. E as pessoas devem ser entendidas como agentes dinamizadores dos fluxos monetários. Existem agentes internos na empresa e agentes externos que contribuem para o processo de dinamização ou retraimento dos fluxos monetários da empresa. Identificou-se claramente como as pessoas não são intangíveis.

Com o objectivo de se integrar os fluxos intangíveis na criação de valor financeiro, ou seja riqueza, introduziu-se uma primeira hipótese teórica, a ser desenvolvida, testada e calibrada em trabalhos futuros. *Defende-se que os fluxos monetários são fluxos tangíveis porque representam transacções monetárias concretas, claramente identificáveis e quantificáveis. A partir daqui, a teoria dos fluxos intangíveis terá que explicar que a ocorrência de fluxos monetários estão associados fluxos intangíveis dinâmicos decorrentes das actividades humanas necessárias à prossecução desses fluxos monetários. Como tal, a análise e as decisões relacionadas com os fluxos monetários precisam de considerar os fluxos intangíveis mais importantes que lhe estão associados.*

Lisboa, 2003 - 2004

Bibliografia

Active Management Group (2003): "Estudo Sistemas de Avaliação e de Controlo e Desempenho Organizacional", Active Management Group, documento gentilmente cedido por responsável do Active Management Group após ser solicitado.

Akerlof, George A. (1970): "The Market for Lemons- Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics*, LXXXIV, ppg. 488-500

Anónimo, "No Rest – Legal Tormemt Continues for Leading Investment Firms". *The Economist*, March 1st 2003, ppg 69

Anthony, Robert N.; Govindarajan, Vijay; (1998), "Management Control Systems", 9^a Edição, McGraw HILL, EUA

Baker, Malcom ; Wurgler, Jeffrey (2002): " Market Timing and Capital Structure ", *The Journal of Finance*, Vol. LVII., Issue 1, ppg 01-32, Fevereiro, EUA

Bazerman, Max H. ; Loewenstein, George; Moore, Don A. (2002): "Why Good Accountants do Bad Audits", *Harvard Business Review*, November 2002, ppg. 97-102, EUA

Bierman, Harold; Smidt, Seymour (1993),: "The Capital Budgeting Decision", 8^a edição, Prentice All. EUA

Blair, Margaret; Wallman, Steven (2003): "The Growing Intangible Report Discrepancy" in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): "Intangible Assets: Values, Measures and Risks", Oxford University Press, Oxford UK

Boone, Jeff; Raman K. K. (2001): "Off Balance Sheet R&D Asset and Market Liquidity" *Journal of Accounting & Public Policy*, V 20, N 2, ppg. 97-128

Branco, Mauel Castelo; Rodrigues, Lúcia (2000): "Estruturas Conceptuais da Informação Financeira: Uma análise Comparativa I", *Jornal do Técnico de Contas e da Empresa*, 418, Julho.

Branco, Mauel Castelo; Rodrigues, Lúcia (2000): "Estruturas Conceptuais da Informação Financeira: Uma análise Comparativa II", *Jornal do Técnico de Contas e da Empresa*, 419/420, Julho/ Setembro.

Brealey, Richard A; Myers, Stewart C (1998),: "Principios de Finanças Empresariais", 5^a edição, MCGraw HILL, Portugal



Brownlee, E. Richard; Ferris, Keneth R., Haskins, Mark E. (2001), "Corporate Financial Reporting", 4ª edição, McGraw Hill, Nova York, EUA

Cañibano, L., García-Ayuso, M. e Rueda, J. A. (2000) "Is Accounting Information Loosing Relevance? Some answers from Spain" Paper presented at the 23rd Annual Congress of the EAA, Munich, March 29-31.

Clinton, B. D.; Chen, S, (1998); "Do New Performance Measures Measure Up?" Management Accounting, October.

Club Finance Internationale d'HEC (2003): "La création de Valeur Par le Capital Immatériel Dans le Secteur Bancaire", Les Études Du Club nº 52, Chambre de Commerce et D'Industrie de Paris, Paris

Chung, Kee; Cox, Raymond A.; Mitchell, John B. (2001): "Citation Patterns in the Finance Literature", Financial Management, Autumn, ppg 99-118

Commission of the European Communities – Enterprise Directorate General (2003): "Study on The Measurement of Intangibles and Associated Reporting Practices – Prepared by The University of Melbourne, the University of Ferrara and New York University – Stern Business School", Commission of the European Communities – Enterprise Directorate General

Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack (2000 a) "Valuation – measuring and managing value of companies", 3ª edição, John Wiley & Sons, Nova York, EUA.

Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack (2000 b) "Avaliação de empresas – Valuation", Makron, São Paulo, Brasil.

Costa, Daniel; Leitão, Paula (2002) "O Modelo Contabilístico e os Intangíveis" TOC, Setembro, ppg 26 - 33

Damodaran, Aswath; (2001) "The Dark Side of Valuation", Prentice Hall, New Jersey, EUA

Damodaran, Aswath; (1997), "Corporate Finance - Theory and Practice", Wiley, EUA

Damodaran, Aswath; (1996), "Investment Valuation", John Wiley & Sons, NY, EUA

Daum, Juergen H. (2003): "Intangible Assets and Value Creation", Wiley, West Sussex, UK

Davenport, Thomas (1999) "Knowledge Management and the Broader Firm: Strategy, Advantage, and Performance", in Liebowitz, Jay (Editor) (1999): "Knowledge Management Handbook", CRC Press, EUA



Davenport, Thomas H.; Prusak, Laurence (1998) "Working Knowledge", Harvard Business School Press, EUA

Davenport, Thomas H.; Prusak, Laurence (1997): " Information Ecology: Mastering the Information and Knowledge Environment", Oxford University Press, UK

Doyle, Peter (2000): "Value-Based Marketing", Wiley, NY, EUA

Drucker, Peter (1999) "Management Challenges for the 21st Century", Butterworth Heinmann, MA, EUA

Drucker, Peter (1990) "The Emerging Theory of Manufacturing", Harvard Business School, May –June

Edvinsson, Leif (2003) "Interview by Juergen Daum" in Daum, Juergen H. (2003): "Intangible Assets and Value Creation", Wiley, West Sussex, UK

Edvinsson, Leif; Malone, Michael, S. (1998): "Capital Intelectual", Makron, São Paulo, Brasil

Eiteman, David; Sotenehill, Arthur L.; Moffet, Michael H. (2001), "Multinational Business Finance", 9ª Edição, Addison Wesley, EUA.

Elson, Charles (Roundtable moderator) (2003): "What's Wrong with Executive Compensation (Roundtable)", Harvard Business Review, January, ppg. 68-77, EUA

Elton, Edwin; Gruber, Martin: "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis"1995, 5ª edição, John Wiley & Sons, EUA

Eales, Brian (2000), "Financial Engineering", Macmillan Business, Reino Unido.

European Commission (2002), "European Competitiveness Report", European Commission – Enterprise Publications.

European Commission – Enterprise Directorate General (2003): "Study on The Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices", European Commission – Enterprise Publications

FASB (2001), Steering Committee Report "Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures" retirado de <http://www.fei.org/>

Ferreira, Maria Leonor (1986): "Avaliação de Empresas", Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa Portugal

Ferreira, Rogério Fernandes (2002): "O Valor da Empresa (S. A.) e das Acções", Jornal do Técnico de Contas e da Empresa, 438, Março

Ferreira, Rogério Fernandes (2001): “De Novo as Avaliações de Empresas”, *Jornal do Técnico de Contas e da Empresa*, 427, Abril

Ferreira, Rogério Fernandes (2001): “A Propósito da Revisão do Valor de Negociação de Uma Empresa”, *Jornal do Técnico de Contas e da Empresa*, 426, Março

Ferreira, Rogério Fernandes (2000): “Gestão, Contabilidade e Fiscalidade I”, 3ª edição, Notícias Editorial, Lisboa, Portugal

Ferreira, Rogério Fernandes (2000): “Investimentos ou Despesas (Breves Reflexões)”, *Jornal do Técnico de Contas e da Empresa*, 418, Julho

Frank, Robert H. (1994): “Micro Economia e Comportamento”, McGraw HILL, Lisboa, Portugal

From the Editors (2003), “The Most Intangible Asset”, *Harvard Business Review*, January 2003, ppg. 8, EUA

Gates, Stephen (2001) "Comments" in Lev, Baruch (2001) “Intangibles – Management, Measurement and Reporting”, Brookings Institution Press, Washington, EUA

Georges, Patrick (2003) “Interview by Juergen Daum” in Daum, Juergen H. (2003): “Intangible Assets and Value Creation”, Wiley, West Sussex, UK

Goshal, Sumantra; Bartlett, Christopher A.; Moran, Peter (1999): “A New Manifesto for Management”, *Sloan Management Review*, Spring, EUA

Guellec, Dominique; Ralle, Pierre (2001): “As Novas Teorias do Crescimento”, Civilização, Portugal

Hackett; Brian (2001) "Comments" in Lev, Baruch (2001) “Intangibles – Management, Measurement and Reporting”, Brookings Institution Press, Washington, EUA

Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): “Intangible Assets: Values, Measures and Risks”, Oxford University Press, Oxford UK

Hand, John (2003): "The Increasing Returns-to Scale of Intangibles", in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): “Intangible Assets: Values, Measures and Risks”, Oxford University Press, Oxford UK

Hand, John (2003): "Profits, Losses, and the Nonlinear Pricing of Internet Stocks", in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): “Intangible Assets: Values, Measures and Risks”, Oxford University Press, Oxford UK

Harrison, Suzanne; Sullivan, Patrick; Castagna, Michael (2001) "Intellectual Capital Management Best Practices" in Lev, Baruch (2001) "Intangibles – Management, Measurement and Reporting", Brookings Institution Press, Washington, EUA

Haspeslagh, Philippe; Noda, Tomo; Boulos, Fares (2001): "Managing for Value It's not just About Numbers", Harvard Business Review, January 2001, ppg. 65-73, EUA

Helfat, Constance (2000): "Guest Editor's Introduction to the special issue: the evolution of firm capabilities", Strategic Management Journal, 21, 955-959, EUA

Helfat, Constance E.; Raubithschek, Ruth S. (2000) "Product Sequencing: Co-Evolution Of Knowledge, Capabilities and Products", Strategic Management Journal, 21, 961-979, EUA

High Level Expert Group (HLEG) (2000): "The Intangible Economy Impact and Policy Issues", European Commission, Enterprise Directorate – General

Hope, Jeremy; Fraser, Robin (2003): "Who Needs Budgets?", Harvard Business Review, February, ppg 108-115

Hurwitz, Jason; Lines, Stephen; Montgomery, Bill; Schmid, Jeffrey; (2002): "The linkage between management practices, intangibles performance and stock returns" Journal of Intellectual Capital, Volume: 3, Issue: 1; Pagination: 51-61, Bradford

Ittner, Cristopher; Larcker, David F. (2003): "Coming Up Short on Nonfinancial Performance Measurement", Harvard Business Review, November, ppg 88-95

Johnson, H. Thomas; Kaplan, Robert S. (1991): "The Relevance Lost- The Rise and Fall of Management Accounting", 2 edição, Harvard Business School Press, Boston, EUA

Johnson, L. Todd; Petrone; Kimberley (1998): "Is Goodwill an Asset?", Accounting Horizons, Vol 12, nº 3, September, ppg. 293-303

Jordan, Hughes; Neves, João Carvalho; Rodrigues, José Azevedo (1999), "O Controle de Gestão", 3ª edição Áreas Editora, Portugal

Jovanovic, Boyan (2001) "Comments" in Lev, Baruch (2001) "Intangibles – Management, Measurement and Reporting", Brookings Institution Press, Washington, EUA

Lencioni, Patrick M. (2002): "Makes Your Values Mean Something", Harvard Business Review, July 2002, ppg. 113-117, EUA

Lev, Baruch (2003) "Interview by Juergen Daum" in Daum, Juergen H. (2003): "Intangible Assets and Value Creation", Wiley, West Sussex, UK



Lev, Baruch (2003): "What then Must We Do", in Hand, John; Lev, Baruch (2003): "Intangible Assets: Values, Measures and Risks", Oxford University Press, Oxford UK

Lev, Baruch (2001) "Intangibles – Management, Measurement and Reporting", Brookings Institution Press, Washington, EUA

Lev, Baruch; Zarowin, Paul (1999) "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them", Journal of Accounting Research, vol 37, nº 2

Lev, Baruch; Sougiannis, Theodore (1996) "The Capitalization, Amortization, and Value Relevance of R&D", Journal of Accounting and Economics, V 21, pp 107- 38

Levitt, Theodore, (2002): "Creativity is Not Enough", Harvard Business Review, August, pp. 137-144

Luft, Joan; Shields, Michael (2001) "Why Does Fixation Persist? Experimental Evidence on The Judgement Performance Effects of Expensing Intangibles" The Accounting Review, October

Kaplan, Robert S.; Norton, David P. (2000): "Having Troubles With Your Strategy? Then Map It", Harvard Business Review, September - October

Kaplan, Robert S.; Norton, David P. (1996): "Balanced Scorecard", Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts

Kaplan, Robert S.; Norton, David P. (1992): "Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance", Harvard Business Review, January - February

Kaplan, Steven N. (2003): "Valuation and New Economy Firms", pp. 391-402, in Hunter, William C.; Kaufman, George C.; Pomerleau, Michael (Editors) (2003): "Asset Price Bubbles- The Implication for Monetary, Regulatory and International Policies", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, EUA

Koller, Tim; Shurslep, Boris (2001): " Background Paper: An Environment of Rapid and Pervasive Change", in Securities Exchange Commission Task Force, "Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?- Report of an SEC-Inspired Task Force" May 2001, retirado de <http://www.fei.org/>

Koller, Tim (2001): "Background Paper: Intangible Assets and Valuation of Companies", in Securities Exchange Commission Task Force, "Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?- Report of an SEC- Inspired Task Force" May 2001, retirado de <http://www.fei.org/>

Kotler, Phillip, (1994): "Marketing Management" 8ª edição, Prentice Hall, New Jersey, EUA

Kroszner, Randall (2003): “Asset Price Bubbles, Information, and Public Policy”, ppg 3-14, in Hunter, William C.; Kaufman, George C.; Pomerleano, Michael (Editors) (2003): “Asset Price Bubbles- The Implication for Monetary, Regulatory and International Policies”, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, EUA

Krugman, Paul (1998): “The age of Diminished Expectations”, MIT Press, Londres, Inglaterra, RU.

Manson, Scott P.; Merton, Robert C.; Perold, André; Tufano, Peter (1994), “Cases in Financial Engineering- Applied Studies of Financial Innovation” Prentice Hall, EUA .

Manville, Brook; Ober, Josiah (2003): “Beyond empowerment: Building a Company of Citizens”, Harvard Business Review, January 2003, ppg. 48-53, EUA

Mayo, Andrew (2001): “The Human Value of the Enterprise - Valuing People as Assets – Monitoring, Measuring, Managing “, Nicholas Brealey Publishing, Londres, Reino Unido.

Martel, Maria Concepción (2003): "La Direction Financiera de La Empresa: Delimitación y Contenido", Jornal do Técnico de Contas e da Empresa, 452, Junho, ppg 168- 171

Martel, Maria Concepción (2003): "Evolución Histórica de La Direction Financiera de La Empresa", Jornal do Técnico de Contas e da Empresa, 452, Maio, ppg 151- 158

McNulty, James J.; Yeh, Tony D.; Schulze, William S.; Lubatkin, Michael H. (2002) “What’s Your Real Cost of Capital?” Harvard Business Review, October 2002, ppg. 114-121, EUA

Meritum Project Main Results em www.uam.es/proyectosinv/meritum/mainresults.doc

Mueller, Gerhard G.; Gernon, Helen; Meek, Gary (1994): “Accounting: An International Perspective”, Business One Irwin, Illinois, EUA

Nakamura, Leonard (2003): "A Trillion Dollars a Year in Intangible Investment and the New Economy" in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): “Intangible Assets: Values, Measures and Risks”, Oxford University Press, Oxford UK

Neely, Andy (2002): “The Economist Books – Avaliação do Desempenho das Empresas”, Caminho, Portugal

Neves, João Carvalho, (2002) “Métricas de Avaliação do Desempenho Económico”, retirado de WWW.ISEG.UTL.PT/~JCNEVES

Neves, João Carvalho, (2001 a), “Análise Financeira - Métodos e Técnicas – Volume I”, 12ª Edição, Texto Editora, Lisboa, Portugal



- Neves, João Carvalho, (2001 b), “Análise Financeira - Métodos e Técnicas – Volume II”, 12ª Edição, Texto Editora, Lisboa, Portugal
- Niven, Paul (2002) “Balanced Scorecard – Step by Step”, John Wiley e Sons, Nova York, EUA
- Norton, David (2003) “Interview by Juergen Daum” in Daum, Juergen H. (2003): “Intangible Assets and Value Creation”, Wiley, West Sussex, UK
- Norton, III, George M. (2003): “Valuation – Maximizing Corporate Value”, John Willey e Sons , Inc, New Jersey, EUA
- O'Donnell, David; O'Regan, Philip; Coates, Brian; Kennedy, Tom; Keary, Brian; Berkery, Gerry (2003) “Human interaction: the critical source of intangible value”, Journal Of Intellectual Capital, Volume 4 Number 1, ppg. 82 – 99.
- OECD (2002): “Measuring The Information Economy”, OECD – Retirado de www.oecd.org
- OECD (2000): “The Service Economy”, OECD- Retirado de www.oecd.org
- Oliveira, Lúcia (2000): “Os Activos Intangíveis e a Informação Contabilística I”, Jornal do Técnico de Contas e da Empresa, 417, Junho
- Oliveira, Lúcia (2000): “Os Activos Intangíveis e a Informação Contabilística II”, Jornal do Técnico de Contas e da Empresa, 418, Julho
- Palmer, Adrian (1998): “Principles of Services Marketing”, 2ª edição , McGraw HILL, Reino Unido
- Pandya, Mukul; Singh, Harbir; Mittelstaedt, Robert E.; Clemons, Eric (2003): “Knowledge @ Wharton on Building Corporate Value”, John Willey e Sons , Inc, New Jersey; EUA
- Parr, Russel L. (1991): «Investing in Intangible Assets », John Willey e Sons , Inc, NY, EUA
- Parker, C. (2000): “Intangible Asset and The Need For Speed”, Australian CPA, Vol. 70, nº 6, Julho,
- Parker, C.; Soukseun, D. (1998): “How Tangible is The Intangible Standard”, Australian CPA, Vol 68, nº 11, December.
- Parr, Russell, (1991): “Investing in Intangible Assets – Finding and Profiting From Corporate Hidden Value”, John Willey e Sons , Inc, New Jersey; EUA

Penrose, Edith t. (1980): “The Theory of The Growth of the Firm”, 2ª edição, (primeira edição 1959), Oxford Basil Blackwell, Londres, RU.

Pimpão, Maria Guia; Leitão, Paula; Santo, J. M.; Pimpão, António (2002): “Perdas de Valor do Goodwill: Uma questão em Aberto”, TOC, Setembro, ppg 34-41

Rappaport, Alfred (1999): “New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance”, Harvard Business Review, March- April, ppg. 91-101, EUA

Rappaport, Alfred (1986): “Creating Shareholder Value”, Free Press, NY, EUA

Rappaport, Alfred (1998): “Creating Shareholder Value”, 2ª edição, Free Press, NY, EUA

Reilly, Robert F.; Schweihs, Robert P. (1998): “Valuing Intangible Assets”, McGraw Hill, Nova York, EUA

Riceman, Stephen; Conhram, Steven; Larl, Moham (2002): “Do Managers Perform Better under EVA Bonus Schemes”, The Euroepan Accounting Review, 11:3; 537-572

Rivat, L. (1998): “Recognize Your Intangibles”, Accountancy, Vol. 122, Nº 1262, Outubro

Robbins, Stephen (2001): “Organizational Behaviour”, 9ª Edição, Prentice Hall, New Jersey, EUA

Rodrigues, Lúcia Lima; Oliveira, Lídia (2001): “O Capital Intelectual nas Empresas Potuguesas Cotadas em Bolsa: Análise do Rácio Valor de Mercado/ Valor Contabilístico”, Estudos de Gestão – Portuguese Journal of Management Studies, Vol VI, nº 2, 2001

Romer, Paul (1998): Speech in “Bank Of America Roundtable on the soft revolution: achieving growth by managing intangibles”, Journal of Applied Corporate Finance, Summer, V 11, nº 2, NY, EUA

Romer, Paul (1996): “Why, indeed, in America? Theory, History, and the Origins of Modern Economic Growth”, The American Economic Review, May, volume 86, issue 2 Nashville, EUA

Romer, Paul (1993): “Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development”, Journal of Monetary Economics, Dezembro, V, 32, Iss. 3., Amesterdão, Holanda.

Ross, Setephen A; Westerfield, Randolph; Jordan, Bradford; (1998), “Principios de Administração Financeira”, Atlas, Brasil

Ross, Setephen A; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey; (1996), “Corporate Finance”, 4ª Edição, Irwin, EUA



Royer, Isabelle (2003): "Why Bad Projects are So Hard to Kill", Harvard Business Review, February, ppg 49- 56

Sá, António Lopes (2000): "Activo Intangível e Potencialidades dos Capitais". Jornal do Técnico de Contas e da Empresa, 419/420, Agosto/Setembro

Sá, António Lopes (1998): "História Geral e das Doutrinas da Contabilidade", 2ª edição, Vislis Editores, Lisboa, Portugal

Sawhney, Mohanbir; Parikh, Deval (2001) "Where Value lives in a Networked World", Harvard Business Review, January 2001, ppg. 79-86, EUA

Sanchez, Paloma; Chaminade, Cristina; Olea, Marta (2000): "Management of intangibles - An attempt to build a theory" Journal of Intellectual Capital Volume:1, Issue:4 Pagination:312-327, Bradford

Santiago, Carlos (2002): "O Plano Oficial de Contabilidade Comentado", 7ª Edição, Texto Editora, Lisboa, Portugal

Securities Exchange Commission Task Force (2001), "Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?- Report of an SEC- Inspired Task Force" May 2001, retirado de <http://www.fei.org/>

Seethamraju, C. (2003): "The Value Relevance of Trademarks" in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): "Intangible Assets: Values, Measures and Risks", Oxford University Press, Oxford UK

Shapiro, Alan C.; Balbirer, Sheldon D., (2000), "Modern Corporate Finance – An Approach to Value Creation", Prentice Hall, EUA

Shapiro, Carl; Varian, Hal (2003): "The Information Economy" in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): "Intangible Assets: Values, Measures and Risks", Oxford University Press, Oxford UK

Shurslep, Boris (2001): " Background Paper: Safe Harbor Disclosure Provisions", in Securities Exchange Commission Task Force, "Strengthening Financial Markets: Do Investors Have the Information They Need?- Report of an SEC- Inspired Task Force" May 2001, retirado de <http://www.fei.org/>

Slywotzky, Adrian J.; Wise, Richard (2002): "The Growth Crisis- And How to Escape it", Harvard Business Review, July 2002, ppg. 73-83, EUA

Sousa, Maria Gabriel; Rodrigues, Lúcia (2002): "O Balanced Scorecard – Um instrumento de Gestão Estratégica para o Século XXI", Editora Rei dos Livros, Porto

Standfield, Ken (2002), "Intangible Management", Academic Press, California, EUA

Stern, Joel M.; Shiely, John S.; Ross, Irwin, (2001) “The EVA Challenge”, John Wiley & Sons, Nova York, EUA

Stern, Joel M.; Chew, Donald H. (editors), (1998), “The Revolution in Corporate Finance”, 3ª edição, Blackwell Business, Massachusetts, EUA.

Stewart, III, G. Bennett (1991), “The quest for value”, Harper Business, EUA

Stewart, Thomas A. (1998): “Intellectual Capital- the New Wealth of Organizations”, Nicholas Brealey Publishing, 2ª Impressão, NY, EUA

Stigler, George J. (1961): “The Economics of Information”, Journal of Political Economy, LXIX, (3), June, 213-25.

Stiglitz, Joseph E. (2000): “The Contribution of the Economics of Information to the Twentieth Century Economics”, The quarterly Journal of Economics, Novembro 2000, ppg 1441-1478, EUA

Sveiby, Karl-Erik (1998, 2003): “Measure Intangible Revenues”, in <http://www.sveiby.com/library.html#articles>

Sveiby, Karl-Erik (2001): “Knowledge Management Lessons”, in <http://www.sveiby.com/library.html#articles>

Sveiby, Karl-Erik (2001): “The Balanced Scorecard and The Intangible Asset Monitor – A Comparison”, in <http://www.sveiby.com/library.html#articles>

Sveiby, Karl Erik (1999): “The 1999 Intangible Assets Monitor”, in <http://www.sveiby.com/library.html#articles>

Sveiby, Karl-Erik (1996): “The Invisible balance sheet”, in <http://www.sveiby.com/library.html#articles>

Sveiby, Karl-Erik (1997): “The Intangible Asset Monitor”, in <http://www.sveiby.com/library.html#articles>

The World Bank (2003): “World Development Report 2003 – Sustainable Development in a Dynamic World- Transforming Institutions, Growth, and Quality of Life”, a copublication of The World Bank and Oxford University Press, Washington, EUA

Triplett, Jack (2001) "Comments" in Lev, Baruch (2001) “Intangibles – Management, Measurement and Reporting”, Brookings Institution Press, Washington, EUA

Turner, Colin (2000): “The Information E-economy”, Kogan Page, London, RU.



Upton, Wayne (2003) "Challenges from the New Economy for Business and Financial Reporting" in Hand, John; Lev, Baruch (editors) (2003): "Intangible Assets: Values, Measures and Risks", Oxford University Press, Oxford UK

Upton, Wayne (2001) "Comments" in Lev, Baruch (2001) "Intangibles – Management, Measurement and Reporting", Brookings Institution Press, Washington, EUA

Vallabhajosyula, Shyam (2001): "Accounting Rules and Regulation for Intangibles" in Lev, Baruch (2001) "Intangibles – Management, Measurement and Reporting", Brookings Institution Press, Washington, EUA

Webster, Elizabeth (1999): "The Economics of Intangible Investment", Edward Elgar, Reino Unido.

Wernerfelt, Birger (1984): "A Resource-Based View of the Firm", Strategic Management Journal, Vol 5, ppg. 171-180, EUA

White, Gerald I.; Sondhi, Ashwinpaul C.; Fried, Dov, (1998), "The Analysis and Use of Financial Statements", 2ª edição, John Wiley & Sons, Nova York, EUA

Wright, M. G. (1973) "Discounted Cash Flow", 2ª edição, McGraw Hill, Berkshire, Inglaterra, Reino Unido.

Young, David (1999): "Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added", Journal of Financial Statement Analysis, Winter 1999, New York

Zeithaml, Valarie; Bitner, Mary Jo (2003): "Services Marketing – Integrating Customer Focus Across the Firm", third edition, McGraw-Hill – Irwin, New York, USA

Zimmerman, Jerold L. (1997): "EVA and divisional performance measurement: capturing synergies and other issues", Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance, Summer, volume 10, number 2

Zingales, Luigi, (2000) "in Search of New Foundations", The Journal of Finance, Vol. LV. NO. 4, August



Lista de Quadros, Figuras ou Outras Ilustrações

Página

Capítulo 1

Qual o valor monetário de uma empresa?

Capítulo 2

Investimento em Tecnologias da Informação e Comunicação (gráfico -alguns países da OCDE)

Investimento em Tecnologias da Informação e Comunicação (quadro -alguns países da OCDE)

Investimento Tangível e Intangível em percentagem do PIB dos EUA (quadro)

Investimento Tangível e Intangível em percentagem do PIB dos EUA (gráfico)

Capítulo 3

Teorias clássicas da empresa nas finanças da empresa (Zingales 2000)

Modelo do Banco Mundial (2003) sobre como os activos de uma sociedade permitem alcançar o Bem Estar

O capital intelectual como os valores "ocultos da empresa" (Edvinsson e Malone 1997, 1998)

Modelo sintético do valor de uma empresa da corrente do capital intelectual

Dificuldade em distinguir com exactidão conhecimentos, informação e dados (Davenport e Prusack 1998)

Capítulo 4

Apresentação Voluntária de Informação Não Financeira por parte de Grandes Empresas Identificada pelo FASB (2001)

Modelo Balanced Scorecard (Kaplan e Norton 1992)

Navegador da Skandia (Edvinsson e Malone 1998)

Monitor de Activos Intangíveis (Sveiby 1998 e 2001)

Monitor de Capital Humano (Mayo 2000)

Value Chain Scoreboard (Lev 2001)

Modelo Híbrido (Daum 2003)

Modelo que identifica aspectos Comuns aos Modelos de Indicadores apresentados neste Capítulo (próprio autor)

Capítulo 5

1º Passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa (próprio autor)

2º Passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa (próprio autor)

3º Passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa (próprio autor)



4º Passo de construção de um modelo visual simplificado com uma rede dinâmica de fluxos intangíveis para identificação de efeitos dos fluxos intangíveis nos fluxos monetários de uma empresa (próprio autor)